HAL
open science

La grande crise des années trente

Pierre Dockès

To cite this version:

Pierre Dockès. La grande crise des années trente. Le Capitalisme et ses rythmes, quatre siècles en perspective. Tome 1, Sous le regard des géants, Classiques Garnier, pp.521-642, 2017, 978-2-406-06391-9. halshs-01551119

HAL Id: halshs-01551119

https://shs.hal.science/halshs-01551119v1

Submitted on 6 Jul 2017

HAL is a multi-disciplinary open access archive for the deposit and dissemination of scientific research documents, whether they are published or not. The documents may come from teaching and research institutions in France or abroad, or from public or private research centers.

L'archive ouverte pluridisciplinaire **HAL**, est destinée au dépôt et à la diffusion de documents scientifiques de niveau recherche, publiés ou non, émanant des établissements d'enseignement et de recherche français ou étrangers, des laboratoires publics ou privés.

LA GRANDE CRISE DES ANNÉES TRENTE

Pierre Dockès

> Je sais fort bien que le choléra n'est pas tout à fait le produit de l'imagination pure. Mais s'il prend si facilement de l'extension, s'il a comme nous disons cette « violence épidémique » c'est qu'avec la présence continue de la mort, il exaspère dans tout le monde le fameux égoïsme congénital.
> Jean GIONO, *Le hussard sur le toit*.

La Grande guerre et la fin d'un monde – Première secousse – L'inconscience des politiques européennes – Quand les Roaring twenties tournent à l'hubris – Le gouffre – Retournement des anticipations, déflation, deleverage, le poids des dettes – Fisher et la debt deflation – Sous--consommation ? Surinvestissement ? L'immobilier et l'agriculture avaient ouvert le bal – Hoover hésite et déçoit – La masse monétaire s'effondre, les bévues de la Fed – Trois crises bancaires – L'étalon-or au banc des accusés – Un jeu de billard mondial – L'Allemagne s'effondre, de Brüning à Hitler – Répercussion américaine et crise du sterling – La course au protectionnisme – Chômage, prix et salaires, la demande s'évanouit – Un problème de coordination – Sortie de crise, le dollar décroche, l'état d'urgence, premier et second New deal – Double dip – La France et le Front populaire –

La crise des années trente[1] est une catastrophe unique. Jamais auparavant et jamais depuis, le monde n'a connu une telle crise par sa profondeur (début 1933, aux États-Unis, la production industrielle

1 En complément des ouvrages classiques [Galbraith, 1954, *1961* ; Kindleberger, 1973 ; Friedman, Schwartz, 1963 ; Eichengreen, 1992], on consultera utilement [Néré, 1968 ; Gazier, 2009 ; Saint-Étienne, 1984 ; Johsua, 1999 ; Hautcœur, 2009].

a presque été divisée par deux et le taux de chômage atteint 25 %), par son extension mondiale, par sa durée puisqu'elle n'est enrayée par Roosevelt qu'en 1933 et que la récession rebondit entre 1937 et 1938, l'expansion ne redémarrant qu'à la fin de 1938 et la guerre. Elle n'a donc pas sa place dans une théorie ou une rétrospective du cycle des affaires classique (Juglar), ni même seulement des « grandes crises ». Si l'on veut l'analyser dans le cadre des rythmes économique, il faut l'apparenter à ces « vagues scélérates » deux ou trois fois plus hautes que les vagues les plus hautes.

Aucun événement économique n'a donné naissance à autant d'explications et de modèles économétriques. Grâce à ces derniers, la recherche des causalités est sortie des idées vagues et il a été possible de mieux cerner le rôle du krach boursier, des variations de la masse monétaire, des crises bancaires, de l'étalon-or, le jeu des anticipations, ce qui n'a pas fait disparaître les conflits d'interprétation, parfois à soubassement idéologique. Un grand nombre de facteurs a été proposé et testé, mais leur multiplicité même aboutit à un trop plein explicatif. De fait, aucune explication moniste ne tient.

Une multiplicité de facteurs
pour une catastrophe unique.

Tentons de synthétiser cette pluralité de facteurs qui s'entrecroisent et convergent. Le contexte de la Grande crise, c'est au premier chef la guerre mondiale et ses conséquences. Les bouleversements qu'elle a apportés sont un moment paroxystique d'une mutation générale commencée avec la fin du XIXe siècle et qui s'intensifie à la Belle époque et se poursuivra après la guerre, puis du fait de la crise elle-même. Après la guerre et les troubles politiques, économiques et sociaux des années qui suivirent, le « retour à la normale » devient partout à l'ordre du jour, en particulier sur le terrain social. La crise s'explique peut-être avant tout par cette vaine et périlleuse tentative de retour à un passé définitivement disparu.

Mis à part le Royaume-Uni, englué dans la déflation, les années vingt connaissent une vive expansion appuyée sur des nombreuses innovations, le niveau élevé des profits (la productivité augmente plus rapidement que les salaires dans les activités « fordiennes »), l'explosion du crédit, la poussée de l'investissement. C'est particulièrement le cas aux États-Unis, en France et en Allemagne également (malgré la crise monétaire). Cette longue expansion dérive finalement vers une spéculation effrénée aux États-Unis, animée par le crédit, les *Investment trusts*, les effets de leviers. Une bulle financière de grande ampleur.

La récession s'était amorcée aux États-Unis avant la catastrophe financière, l'immobilier (après une phase spéculative) et l'agriculture sont particulièrement atteints. La sous-consommation n'est pas effective avant le krach grâce aux dépenses des plus riches et à l'endettement de tous. Cependant, la faiblesse du pouvoir d'achat des salariés fragilisera la demande de consommation dès l'éclatement de celui-ci. Malgré le surinvestissement, les profits restent élevés jusqu'au retournement du marché.

En Europe, la politique britannique de retour à la convertibilité d'abord, puis la politique de Poincaré en France produisent des conséquences déflationnistes à l'échelle mondiale tandis que la crise monétaire allemande, le poids des réparations de guerre fragilisent les relations financières internationales.

La crise boursière est d'une exceptionnelle gravité. Elle provoque une vive poussée déflationniste, le *deleverage* et ses conséquences pour les spéculateurs, les *brokers*, les banques, de nombreuses entreprises.

Six phénomènes vont s'entrecroiser pour produire la catastrophe et la spirale de descente aux abîmes.

1. L'effondrement de la demande d'investissement après le krach boursier avec le retournement des anticipations, la course au cash et au désendettement.
2. L'effondrement de la masse monétaire, non enrayé du fait des erreurs et bévues de la Fed, précipité par l'effondrement de la demande de crédit. D'où la baisse généralisée des prix et l'activation d'une spirale avec accroissement du poids des dettes, des taux d'intérêt réel trop élevés, la course au désendettement, la dévalorisation des créances.
3. Les crises bancaires en vagues successives, et les conséquences sur les déposants et les entreprises de l'insolvabilité bancaire.
4. Les faillites d'entreprises ou leurs difficultés conduisent à une montée fulgurante du chômage, d'où l'effondrement de la demande de consommation. Avec la quasi disparition des commandes d'équipement, on assiste à un nouveau train de faillites, de baisse du niveau d'activité dans ces secteurs, d'où des licenciements, encore la chute de la consommation, et la spirale continue. Il y a baisse cumulative et interconnectée de toutes les composantes de la demande effective. Les exportations s'effondrent avec la mondialisation de la crise. La montée du protectionnisme dans une ambiance de « guerre de tous contre tous » précipite la chute du commerce mondial. La demande globale disparaît comme dans une trappe. D'où le contrecoup sur le crédit, la masse monétaire, la baisse des prix. Un problème de coordination macroéconomique : les entreprises confrontées à un manque de demande ne peuvent que réduire l'emploi et l'investissement ; les chômeurs ne peuvent consommer, l'absence d'investissement déprime la demande.
5. La crise américaine se propage en Europe, surtout dans une Allemagne encore convalescente où ses conséquences sont particulièrement

ravageuses. La fragilité des liens financiers entre l'Allemagne, les États-Unis et le Royaume-Uni (une montagne de prêts à court terme pour financer des prêts à long terme) fait que la crise allemande se répercute à son tour violemment sur les États-Unis et la Grande-Bretagne, précipitant dans ce dernier pays une crise monétaire qui s'avérera salvatrice *via* la dévaluation du sterling. Il n'est pas nécessaire d'insister sur les conséquences politiques de la crise allemande.

6. Une des causes majeures de la sévérité de la crise est le « carcan » de l'étalon-or qui induit une pression déflationniste mondiale. Il explique les politiques erronées de défense de la valeur de la monnaie alors qu'il était indispensable de supprimer cet ancrage pour permettre l'accroissement de la masse monétaire et le soutien de la demande effective dans ses différentes composantes. Les pays qui décrocheront de l'or, dévalueront les premiers (parmi les grandes monnaies, d'abord le sterling, puis le dollar) sortiront les premiers de la crise, ceux qui resteront pris dans le carcan (la France et le Bloc-or) resteront plus durablement englués dans la dépression.

Hoover avait été hésitant, ses mesures n'étaient pas à la hauteur du phénomène. La crise atteint son point extrême avec la fin de sa présidence et pendant la période entre l'élection de Roosevelt (novembre 1932) et sa prise de fonction (4 mars 1933), la crise bancaire se déchaînant alors. La politique interventionniste pragmatique de Roosevelt, le décrochage du dollar, une période d'urgence suivie des deux New Deals vont briser la spirale de dépression, puis assurer une vive reprise. Il y aura une violente réplique en 1937-1938 lorsque Roosevelt tentera de revenir à une politique plus « orthodoxe ». Il ne persistera pas dans l'erreur et l'expansion reviendra. À la veille de la guerre, le chômage n'a pas disparu. La guerre, les investissements et autres dépenses de guerre vont finir de ramener l'économie américaine sur le chemin d'une forte croissance.

Au-delà des erreurs commises, des péripéties, des crises particulières (boursière, bancaire), des aller-retour des crises internationales, pour comprendre en profondeur une telle catastrophe, il faut faire intervenir le rythme long du renouvellement des ordres productifs, une « grande crise » caractéristique d'un temps où l'ordre productif meure tandis que le nouveau ne peut émerger. Mais, même à ce niveau, en la comparant à d'autres crises du même genre (comme celle de la fin du XIXe siècle), elle reste extraordinaire. Il n'est pas interdit de la penser, à la manière de Schumpeter, comme la conjonction d'une dépression classique de type

Juglar, du retournement d'un cycle Kondratiev[2], voire du retournement d'une vague séculaire.

Commençons par replacer la crise dans son contexte, cette période de trente ans où, dans la violence, un monde nouveau émerge. Le temps cataclysmique d'une génération : un homme de vingt ans en 1914 n'a que cinquante ans en 1944 et il a connu deux guerres mondiales et, entre elles, les folles années vingt et la Grande crise. Les trente années qui suivront cette période de secousses inouïes seront, comme on sait, « Glorieuses », un âge d'or (*golden age*), elles sont la phase de maturité de l'ordre nouveau accouché dans la guerre et la crise.

LE MONDE BASCULE

Le lien est fort entre la crise et les guerres mondiales. Pour caractériser les années 1920 et 1930, l'Entre-deux-guerres, on en fait parfois un moment d'une guerre de trente ans entre 1914 et 1945. La Grande crise a jouée un rôle majeur dans le rebond des tensions internationales et la montée du nazisme, donc dans l'éclatement de la Seconde guerre mondiale. Quant à la crise elle-même, elle ne peut qu'être mise en relation avec ce suicide collectif de l'Europe qu'est la Grande guerre.

Les deux guerres mondiales ont certes une dimension contingente. On sait l'absurde mécanique évènementielle qui conduisit à la première. Aurait-elle pu être évitée ? Sans doute. En ce qui concerne la seconde, une fois Hitler parvenu au pouvoir, la guerre était probablement fatale. Mais la prise de pouvoir national-socialiste en 1933 a une dimension fortuite. Le parti nazi refluait aux élections, la situation économique s'améliorait, Hindenburg pouvait ne pas appeler Hitler à la Chancellerie … « Sans un petit grain de sable qui se mit dans l'uretère de Cromwell », écrivait Pascal. Ces guerres mondiales n'en ont pas moins des causes économiques et sociologiques endogènes. Elles sont prises dans le profond mouvement de l'histoire, dans le bouleversement du monde, dans le processus qui

2 Schumpeter conjugue le retournement d'un cycle Kondratiev, d'un Juglar et d'un Kitchin [Schumpeter, 1939, p. 907, 1011 ss.]. Il avait formulé cette thèse dès [1931]. *Cf.* [Potier 2012].

accouche d'un nouvel ordre productif, un accouchement qui se fait, comme toujours, dans la douleur, mais rarement à un tel degré !

La première guerre mondiale est d'abord européenne et la crise mondiale d'abord américaine. Mais la crise n'aurait pas été telle aux États-Unis même, sans ses répercussions sur l'Europe – et tout particulièrement l'Allemagne – et le contre choc sur les États-Unis.

La France, pour prendre cet exemple, perdit dans cette guerre 1.400.000 soldats (près de quatre millions de blessés) plus 300.000 civils. Si l'on ajoute les morts dus à la grippe espagnole (400.000), c'est donc deux millions de morts sur une population de 40 millions en 1914. La jeunesse de France a été fauchée : sur dix hommes entre 20 et 45 ans en 1914, deux sont morts, un est invalide ou mutilé, trois ont été « seulement » blessés. D'où un choc négatif sur une démographie déjà antérieurement assoupie. Même sans parler des destructions matérielles, la France ne se relèvera pas avant les années 1950. Jamais le monde n'avait connu ce choc de nations en armes (la France mobilise 8,5 millions d'hommes durant ces années de guerre), une mobilisation générale des systèmes productifs modernes, ceux de l'âge de l'acier, la grande industrie mise au service du massacre de masse.

Les conséquences économiques, au-delà des morts et des destructions, sont une inflation massive, un phénomène entièrement nouveau par son ampleur (au cours de la guerre, le franc perd 75 % de sa valeur, le mark 90 %, le sterling « seulement » 50 %) accompagnant les énormes dépenses militaires financées largement par l'augmentation de la masse monétaire (partout la convertibilité des monnaies en or a été suspendue) et par des emprunts nationaux et, pour les Alliés, auprès des États-Unis. Les déficits publics et les dettes souveraines augmentent très fortement. Pour le Royaume-Uni, l'Allemagne et la France, le pourcentage des dépenses publiques (gouvernement central) par rapport au PIB atteint même respectivement 44,3 %, 38,1 % et 43,5 % pendant les années de guerre, pour retomber à respectivement à 17,8 %, 15,3 % et 19,5 % dans les années de l'entre deux guerres : un double choc, inflationniste, puis déflationniste très fort [Bordo, Jonung, 2001, tableau 3, 53]. Le poids des déficits et de la dette souveraine par rapport au PIB reste très élevé dans l'Entre-deux-guerres pour la France, il augmente aux États-Unis. Au Royaume-Uni, le poids de la dette augmente du fait de la déflation, en revanche, il devient quasi nul en Allemagne grâce à l'inflation galopante de 1923.

Dettes du gouvernement central avant pendant et après le Première guerre mondiale et (entre parenthèses) le déficit budgétaire, en % du PIB			
	1881-1913	1914-1919	1920-1938
USA	7,6 (-0,2)	10 (5,1)	29,4 (1)
RU	38,5 (-0,3)	72,9 (24,1)	162,2 (0,6)
Allemagne	6,8 (0,5)	56,8 (23,5)	16,2 (2,7)
France	95,6 (0,9)	135,2 (33,1)	118,2 (5,4)
Japon	38,9 (3,3)	44,2 (1,6)	57,4 (5)
Canada	37,4 (1,1)	47,5 (11,4)	65,2 (0,9)
Italie	110,1 (1,4)	117 (28)	100,2 (3,5)

D'après [Bordo, Jonung, 2001, tableau 5, 55] (il ne s'agit que des gouvernements centraux. Pour les pays fédéraux, il faut ajouter les dettes des États ou provinces).

Les conséquences sociales de l'inflation sont immenses puisque les revenus fixes sont laminés tandis que les revenus variables s'adaptent plus ou moins rapidement : c'est « l'euthanasie des rentiers ». L'inflation se poursuit après guerre pour certains pays. C'est le cas de la France. Venant après la guerre, la défaite, la violence révolutionnaire, l'hyperinflation en Allemagne au début des années vingt produit un choc social considérable laissant ce pays totalement déstructuré, économiquement, financièrement, socialement, culturellement, mentalement.

La fin des hostilités produit une brutale réduction des budgets militaires. Aux États-Unis[3] et au Royaume-Uni, le choc déflationniste est considérable, accru en Angleterre par la volonté de retrouver la parité d'avant guerre pour la livre, d'où l'équilibre budgétaire (et même des excédents) et une politique de taux d'intérêt élevés (également aux États-Unis en 1920). L'effondrement de la demande publique est plus faible dans les pays détruits (France, Belgique) ou vaincus (Allemagne) car il est compensé par les dépenses de reconstruction. À cela s'ajoute la question du paiement des réparations imposé à l'Allemagne et du

3 Les États-Unis sont eux-mêmes fortement affectés (ils perdent 117.000 hommes et ont 200.000 blessés). À la fin des hostilités, ils passent brutalement d'une économie de guerre avec des budgets fortement déficitaires, l'endettement et l'inflation, mais des balances commerciales exceptionnellement excédentaires, au retour à la paix doublé d'une volonté de retour à la normale.

remboursement par les Alliés des dettes de guerre aux États-Unis. Enfin, sur le marché du travail, la démobilisation de millions de soldats induit une pression sur les salaires et les syndicats.

La guerre a accéléré, amplifié les transformations de la fin du XIXe siècle, elle a servi d'expérimentation, elle a accouché du XXe siècle. Les hommes au front, les femmes firent tourner l'économie. L'émancipation féminine en est vivement accélérée. De la « Belle époque » aux « années folles », les mentalités ont basculé dans un autre monde. L'État, en symbiose avec les grandes entreprises, a pris une part active à l'orientation de secteurs entiers de l'économie. La mobilisation générale n'était pas seulement celle des soldats, mais aussi celle d'une économie de guerre, une guerre qui mobilisait la grande industrie, une guerre « mécanique », de machines exterminatrices, imposant aux belligérants des investissements technologiques considérables, dopant les innovations (sous-marin, aviation), les productions d'acier, d'armements, donnant un puissant coup de fouet à la taylorisation, à la production de masse à grande échelle pour l'armement (ainsi en France André Citroën et la production « fordienne » d'obus). Des hommes comme Lloyd George en Angleterre, Walther Rathenau en Allemagne et Albert Thomas en France ont mis l'économie au service de la guerre en étroite collaboration avec les milieux d'affaires, les cartels ou les trusts et les banques d'affaires (aux États-Unis les financiers Morgan et Baruch eurent un rôle essentiel), d'où aussi des profits de guerre considérables. On est en présence d'un mixage de dirigisme et de corporatisme qui servira de matrice aux expériences de sorties de crise.

Les États-Unis étaient déjà la plus importante économie mondiale en 1890, mais à la fin de la guerre en 1918, ils sont la puissance dominante à la place de l'Angleterre. L'histoire du capitalisme a connu (jusqu'ici) un seul changement de l'axe du monde, ce passage de relais de l'Angleterre aux États-Unis entre 1880 et 1920, et la guerre en est le révélateur. Mais si la domination américaine s'impose, elle n'est pas sans rivaux. L'Allemagne n'a subi qu'une défaite temporaire, son potentiel économique est immense appuyé sur une démographie dynamique. Le Japon n'a pas interrompu son ascension économique et géopolitique. L'Union soviétique, sortie de la guerre civile, commence la sienne avec la NEP (1921-1929) et dans les années trente. Un second round (la Seconde guerre mondiale), puis un troisième (la Guerre froide) seront nécessaires pour que le triomphe américain soit sans rivaux, pour quelques décennies.

Pendant cette période de trente ans alternant guerres et crises, mais aussi les années folles, un nouvel ordre productif émerge. Le monde ancien qui s'achève, celui qui était à son apogée dans les années 1895-1914, avait été profondément altéré par « l'économie de guerre » de 1914-1918. Au lendemain de celle-ci, des efforts furent tentés pour le restaurer. Vaines tentatives, il était devenu inopérant. La crise va montrer la nécessité d'une coordination centralisée et d'une régulation étatique.

Les années vingt sont contradictoires. Si elles se caractérisent par une volonté de « retour à la normale » (« *back to normalcy* »), elles connaissent aussi l'irruption d'une « ère nouvelle ». D'où deux périodes qui se chevauchent. La première est celle de la reconstruction et du retour en force aux règles et aux normes de l'Avant-guerre, surtout en matière monétaire (après l'inflation de guerre, la déflation, le retour à l'étalon-or), sociale (la paix sociale devant compléter le retour à la paix internationale) et de modalités de la régulation économique. Le retour à l'ordre ancien sera vigoureusement entrepris. Et non sans succès, mais les temps avaient changé et le retour à l'ancien était impossible, en contradiction avec le nouveau qui peinait à émerger.

Le retour à l'ordre et la reconstruction opérés (à des dates différentes selon les pays, mais généralement à partir de 1925), ce qui saute aux yeux des contemporains, surtout des américains comme toujours en avance, mais aussi des européens, surtout des « élites » et dans les grandes villes, c'est le changement. La « *New Area* », c'est celle de l'automobile, de la radio, du téléphone, du cinéma, c'est le temps de l'urbanisation, de la rapide mécanisation de l'agriculture américaine[4], celui d'une débauche d'électrification, quand New York, Paris, Berlin s'illuminent, quand André Citroën embrase la tour Eiffel pour l'exposition d'Art Déco (1925), l'époque de Lindbergh traversant l'Atlantique (1927). C'est le temps retrouvé de l'expansion, surtout aux États-Unis, en France également, de la vente à crédit, des bénéfices rapides, de la spéculation. Les « *roaring twenties* » américaines, les « années folles » parisiennes, sont celles de *La Garçonne* (le roman de Victor Margueritte publié en 1922), des cabarets de Berlin, des musiques nouvelles, du jazz. Certes, les inégalités sont fortes et continuent de progresser malgré une hausse des salaires moyens, de fait essentiellement ceux des plus qualifiés et des cadres, la misère reste immense, les campagnes sont souvent en crise,

4 Le nombre de tracteurs passe aux États-Unis de 246.000 en 1920 à 853.000 en 1929.

les banlieues peuplées d'ouvriers pauvres et les bidonvilles s'étendent, mais la production en série et la consommation de masse devaient permettre d'assurer demain une certaine prospérité à tous. À partir de 1927, s'affermit même la croyance en une croissance durable, soutenue sur de nouvelles bases, débarrassée des cycles et des crises, permettant une généralisation de l'enrichissement du haut vers le bas. À la veille d'une grande crise, comme c'est souvent le cas (ainsi la *New Economy* de la fin des années 1990), son advenue n'est plus envisageable, le risque d'une catastrophe oublié !

Le problème est que le système productif des années vingt ne se renouvelle pas, ou peu, au niveau institutionnel. Il hérite des institutions et des règles de fonctionnement du XIXe siècle. Le mode de régulation reste un mélange de régulation par le marché et de coordination par les firmes géantes. Confronté aux caractères majeurs du nouvel ordre productif, particulièrement à la production de masse, au monopolisme (le « *big business* ») et au syndicalisme de masse (le « *big labour* ») le mode de régulation va s'avérer déficient. La coordination décentralisée ne fonctionne plus, les forces de rappel ont été remplacées par une spirale cumulative et, malgré quelques esquisses de reprises sans lendemain, il n'y aura pas de sortie de crise « spontanée » (« *no recovery* ») à la différence des crises précédentes. La mécanique ancienne du rétablissement du taux de profit par la baisse des salaires ne fonctionne plus : dans la dépression les prix baissent (et les cartels se renforcent pour essayer de limiter cette baisse dans leur secteur), mais les salaires résistent. Malgré le désendettement, le poids réel des dettes s'accroît avec la déflation. Le chômage de masse nourrit la spirale dépressive par effondrement de la demande. Il manque une coordination centralisée par l'État. Il ne s'agit pas seulement de réglementations (*regulation*), mais aussi d'un ensemble de dispositifs, d'institutions et de politiques visant à stabiliser une économie sur un chemin de croissance (réglementation, contrôle, coordination, orientation, incitation, stabilisation) et à l'y ramener.

On a beaucoup écrit que, en face d'une production de masse, il manquait une consommation de masse [Dockès, Rosier, 1983, 157 ; 1988], ce n'est pas tout à fait exact. Celle-ci émergeait dès les années 1890, se développait rapidement, surtout aux États-Unis, autour des biens durables, l'automobile, la radio, les biens d'équipement ménagers, etc. … appuyée sur la salarisation massive, l'urbanisation et la croissance du

pouvoir d'achat. Mais il fallait qu'elle se maintienne en vive croissance pour absorber une production qui, elle, était de masse, et pour soutenir la forte hausse de l'investissement. Il fallait qu'elle puisse rebondir puissamment en cas de crise. Le régime productif n'était pas capable « d'encaisser » une chute de la demande globale, une montée du chômage, et de se relancer, et cela d'autant moins que la demande « exogène », celle de la paysannerie et celle du commerce extérieur, faisait défaut.

L'IMPOSSIBLE RETOUR À L'ORDRE ANCIEN

Le drame est cette contradiction entre le changement qui fraye sa voie et la volonté de revenir « à la normale ». Certes, cette contradiction est de tous les temps, et le changement avait déjà fait sa route, en partie souterrainement, depuis la Seconde révolution industrielle et la Belle époque. Mais le traumatisme de la guerre a précipité les choses. Aux États-Unis, la succession de trois présidents républicains, Warren G. Harding, Calvin Coolidge et Herbert Hoover, proches du *Big business*, partisans du « *Return to normalcy* » et qui mettent fin et renversent la « *Progressive Area* » sera une des causes indirectes de la Grande crise.

En 1920, le monde avait changé. Les mentalités avaient évolué, surtout celles des moins de trente ans, mais la génération qui restait aux commandes ne percevait pas, ou condamnait ces changements et les croyait temporaires. Nombre d'institutions du XIXe siècle restaient en place ou n'avaient été que suspendues pendant la guerre, elles n'étaient plus cohérentes avec l'ordre nouveau émergent, les anciennes solutions liées à un état économique et social englouti n'avaient plus de pertinence, mais les opinions publiques et les dirigeants voulaient les maintenir ou les retrouver. Alors qu'il fallait aller de l'avant, ils cherchaient à revenir à ce qu'ils considéraient comme la norme. La crise des années trente est inséparable de cette tentative. Son échec, que la crise manifeste, va finir par accoucher de recherches de solutions neuves, totalitaires ou démocratiques, et ce n'est qu'après la guerre que les formes diverses du « capitalisme organisé » s'imposeront dans le monde non communiste.

L'ORDRE ÉCONOMIQUE INTERNATIONAL EST ROMPU

Les prix avaient monté follement pendant les années 1914-1918. Ne fallait-il pas qu'ils baissent ? N'était-ce pas « normal », voire « naturel » ? Le XIXe siècle n'avait-il pas connu ces alternances de hausse et de baisse des prix ? Au lendemain de la guerre, les anticipations sont donc déflationnistes en Angleterre, aux États-Unis (mais pas en France, du moins jusqu'au rétablissement de l'équilibre financier par Poincaré en 1926, et encore moins dans l'Allemagne monétairement déboussolée des années 1920-1924).

La convertibilité des grandes monnaies en or avait été rompue, mais l'opinion publique, les « élites », les dirigeants estimaient qu'elle n'avait été que suspendue, qu'il fallait rétablir l'étalon-or. Et nombreux étaient ceux qui jugeaient qu'il fallait retrouver les niveaux anciens, particulièrement en Angleterre, comme cela avait été fait après les guerres de la Révolution et de l'Empire. C'est ce que Churchill imposera, à quel prix ! De même, en ce qui concerne le franc, les *revalorisateurs* (partisans du retour au Franc germinal) s'opposent aux *stabilisateurs* (stabiliser le nouveau franc à sa valeur de marché) et Charles Rist explique qu'il n'a pas été facile de convaincre Poincaré de ne pas revenir à la parité de 1914 (il fut aussi convaincu par Clément Colson et Jacques Rueff). La « dévaluation » du franc Poincaré en 1928 n'est donc telle que par rapport au franc germinal (il n'en vaut que le 1/5e), non par rapport à sa valeur de marché (depuis 1926, il monte vivement sur le marché des changes du fait d'une forte spéculation à la hausse, nombre d'opérateurs estimant que les *revalorisateurs* l'emporteraient). L'étalon-or ne pouvait qu'être déflationniste ; l'or manquait et ne pouvait servir de base à un système monétaire international alors que les échanges mondiaux avaient retrouvé leur forte croissance d'avant guerre. Il aurait été nécessaire de dévaluer *toutes les monnaies* par rapport à l'or, *et massivement* (comme le voulait Hawtrey). Mais, malgré plusieurs conférences monétaires internationales, aucune négociation dans ce sens ne fut même ébauchée.

Un problème majeur était qu'il n'y avait plus de pilote dans l'avion mondial, plus de régulation globale de la monnaie et de la finance, le déplacement de l'axe du monde de l'Angleterre vers les États-Unis n'étant pas assumé. L'Angleterre et la *Bank of England* ne peuvent plus

jouer ce rôle et les États-Unis et la Fed ne veulent ni ne savent le jouer. Les États-Unis n'étaient pas prêt à prendre le relai, ni sur le plan politique international (refus d'entrer à la SDN dont Wilson, pourtant, était l'initiateur, retour à l'isolationnisme), ni sur le plan économique. Le protectionnisme restait chevillé au corps de l'Amérique. Lorsque la crise éclata (le Président Coolidge, 1923-1929, s'apprêtait à quitter sa fonction), le secrétaire d'État au Trésor, Andrew Mellon « était un partisan passionné de l'inaction » [Galbraith, 1954, 50]. La Fed, créée en 1913, n'était pas à la hauteur de la *Bank of England*, ni sur le plan interne, ni sur le plan extérieur. Ses dirigeants, ceux de la *Federal Reserve Bank of New York*[5], étaient médiocres (à la notable exception de Benjamin Strong qui mourut en 1928). D'où les erreurs de politique économique commises, l'incapacité de la Fed à éviter l'effondrement de la masse monétaire, erreurs que mettent en lumière Milton Friedman et Anna Schwartz, puis Allan Meltzer [Friedman, Schwartz, 1963 ; Metzler, 2003]. Nous y reviendrons.

En outre, la volonté anglaise de revenir au taux de change livre/dollar d'avant guerre surévalue le sterling par rapport au dollar. Alors que la balance commerciale anglaise est devenue déficitaire et que, pour continuer à jouer son rôle d'exportateurs de capitaux à long terme, la City doit emprunter à court terme, les États-Unis dont la balance commerciale est excédentaire (achats d'équipements par les Alliés pendant la guerre, reconstruction ensuite), investissent certes à l'étranger, mais insuffisamment et accumulent donc des réserves en or excessives (comme la Chine aujourd'hui).

Charles P. Kindleberger [1973, chap. 14] liste cinq domaines où le rôle régulateur de la nouvelle puissance dominante a fait défaut :

1. Maintenir un marché relativement ouvert pour les biens « en détresse » (leur prix tend à tomber sous leur coût de production).
2. Approvisionner le monde en capitaux longs pour assurer un financement international contra-cyclique ou au moins stable.

5 De fait la Banque de réserve de New York dirige la politique de l'ensemble du *Federal Reserve System*. Parce que c'est la plus importante des « *district banks* », parce que les pouvoirs centraux du *Board* étaient faibles et mal définis par l'acte fondateur de 1913, parce que son premier Governor, Benjamin Strong avait pris naturellement le pouvoir.

3. Imposer un système de changes relativement stables.
4. Coordonner les politiques macroéconomiques.
5. Jouer le rôle de prêteur en dernier ressort au plan international par l'escompte et en fournissant les liquidités nécessaires en cas de crise financière.

L'ORDRE SOCIAL

Le retour à l'ordre, c'est aussi le retour à l'ordre social [Dockès, Rosier, 1983, 158 ss]. La révolution communiste en Russie était porteuse de conséquences considérables. Avant la guerre, les partis ouvriers et le syndicalisme se développaient en Europe, aux États-Unis, et avec eux, les mouvements sociaux, les grèves, les émeutes, et la répression. Pendant la guerre, si « l'union sacrée » brise le mouvement ouvrier au début de la guerre, celui-ci remonte en puissance dès 1917 ; il est étouffé surtout en France, en Allemagne. Ce n'est qu'à la toute fin des hostilités que, dans ce dernier pays, il se durcit et se radicalise sous l'influence des spartakistes. À la fin de la guerre, les partis communistes montent en puissance, « le spectre du communisme » n'a jamais autant hanté l'Europe, voire les États-Unis. Si l'existence de l'Union soviétique dope les mouvements radicaux, les partis sociaux-démocrates se scindent, d'où des conflits parfois extrêmes entre ces branches du socialisme et, à la fois, la radicalisation et l'affaiblissement du mouvement ouvrier. Les bourgeoisies, une fraction importantes des classes moyennes, surtout traditionnelles, les commerçants, les agriculteurs, sont apeurées par les troubles sociaux et la menace du communisme.

En Allemagne, la proclamation d'une République allemande socialiste et l'agitation révolutionnaire représentent un danger pour la République de Weimar naissante, mais l'aventurisme des spartakistes et du nouveau parti communiste (KPD) donne l'occasion à l'alliance entre les socio-démocrates d'Ebert et l'armée sortie presque intacte de la défaite d'écraser le mouvement révolutionnaire (les *Corps francs* assassinent Rosa Luxemburg et Karl Liebknecht ainsi que des milliers de spartakistes ou de simples militants). Les troubles dureront jusqu'en mai 1919 (écrasement de la République des conseils de Bavière). Cette même année, la sanglante République des conseils de Hongrie (elle ne dura que trois mois) est balayée par l'intervention franco-serbe et l'insurrection nationaliste de l'amiral Horthy.

L'Italie, dès 1920, est en situation de crise économique (chômage de masse, endettement, crise monétaire), une crise sociale de grande ampleur se développe : grèves ouvrières violentes avec occupation d'usines au Nord, révoltes de *braccianti* (paysans sans terres) dans l'Italie centrale et du Sud, montée du communisme aussi bien chez les ouvriers du Nord que chez les travailleurs agricoles pauvres du Sud. La faiblesse de l'État, l'absence de tradition démocratique, une unification inachevée donnent sa chance à l'extrême droite de Mussolini soutenue par l'armée, par les grands propriétaires fonciers du Sud et le patronat du Nord (la *Confindustria*), par le Vatican et la monarchie. Mussolini se pose en défenseur du retour à l'ordre. N'a-t-il pas donné un signe en 1919 en envoyant les fascistes écraser une grève à Milan ? Les « chemises noires » attaquent les syndicats, les coopératives socialistes. Si la « marche sur Rome » est loin d'être un succès (si ce n'est de propagande), le roi fait cependant appel à Mussolini pour diriger le gouvernement fin octobre 1922, le Parlement vote la confiance et les pleins pouvoirs. Le fascisme fera sa révolution après avoir occupé légalement le pouvoir et par étapes tout en menant une répression violente (assassinat de syndicalistes, du député socialiste G. Matteotti en juin 1924). En 1925-1926, les « lois fascistissimes » (*leggi fascistissime*) font de l'Italie un État quasi-totalitaire, le modèle qui inspirera Hitler et Franco.

Dans les pays vainqueurs, les conservateurs sont au pouvoir, l'élimination des forces radicales, l'endiguement ou l'affaiblissement du mouvement syndical, vont rendre possible la déflation salariale, affaiblissant ainsi le pouvoir d'achat des travailleurs. En France, la « Chambre bleu horizon » sort des élections (victoire du Bloc national). La répression s'organise contre le mouvement social. En 1920, une grève des cheminots se termine sur 15.000 licenciements et l'intervention de l'armée. La répression policière est intense lors des manifestations du 1er mai 1920. Il en va de même au Royaume-Uni où les *Trade-Unions* n'ont jamais été aussi puissants et où le gouvernement de coalition libéral-conservateur mène un combat résolu contre les « rouges » et les syndicalistes radicaux. La crise, la politique déflationniste, la montée du chômage durciront le mouvement social jusqu'à la grande grève de 1926.

Aux États-Unis, pendant la guerre, le contrôle des étrangers, des allemands essentiellement, et des radicaux « anti-américains » (souvent des immigrés d'Europe centrale) se resserre (*Espionage Act*, *Sedition Act*,

Anarchist expulsion Acts), une ligue privée (l'*American Protective League*) jouant un rôle de délation. À la fin de la guerre, A. Mitchell Palmer est imposé comme *Attorney General* au Président démocrate Woodrow Wilson. Appuyé par les milieux d'affaire, son ordre du jour est le *Call to order* (rappel à l'ordre).

La remontée du syndicalisme révolutionnaire, les attentats anarchistes du groupe de Luigi Galeani, l'activisme du petit parti communiste vont donner l'occasion à Palmer de lancer les « *Palmer's raids* » contre les radicaux, surtout étrangers. Des rafles sont organisées (4.000, puis 10.000 suspects en un nuit) suivies d'expulsion ou de déportations (en petit nombre, l'activisme de Palmer suscitant l'opposition de la *Division of Labour* de Louis Freeland Post). Le leader socialiste Eugene V. Debs, fondateur (en 1905) de l'*Industrial Workers of the World* (IWW) est arrêté[6]. L'IWW était un syndicat radical, mais légal. Il est responsable de l'organisation de grèves dures, souvent « sur le tas », le syndicat des travailleurs non qualifiés et des *hobos* (ouvriers itinérants), le rival du réformiste *American Federation of Labor* (AFL) de Samuel Gompers. En protestation, les *Woobies* organisent une manifestation le 1er mai 1919. Elle dégénère en un affrontement avec des contre-manifestants (*May Day riots*), d'où l'intervention de l'armée, des tanks.

À la fin de 1919, Palmer engage le fer contre les mineurs en grève de l'*United Mine Workers* (dirigé par John Lewis). En janvier 1920, il mène l'assaut contre l'IWW, plus de 6.000 syndicalistes sont arrêtés. Palmer « voit des rouges partout », derrière toute demande d'augmentation des salaires (il invente l'expression « péril rouge », « *red scare* »). Ses méthodes sont expéditives. Il cible particulièrement les noirs, les juifs d'Europe centrale, les italiens, et bien entendu les communistes, les anarchistes, mais aussi de simples syndicalistes, souvent un délit d'opinion suffit. Palmer est aidé dans sa tâche par J. Edgard Hoover, le futur directeur du FBI à la si longue carrière (1919-1972). Le jeune Hoover travaillait déjà au Département de la justice pendant la guerre, il avait été placé à la tête du *Enemy Aliens Registration* et Palmers le fit nommer directeur de la *General Intelligence Division* du *Bureau of Investigation* (qui deviendra le FBI en 1935). Hoover avait fait réaliser un fichier des « rouges » de

6 Déjà en 1917, en prenant prétexte de la guerre, cent soixante-cinq dirigeants de l'IWW avaient été arrêtés pour conspiration, tous furent condamnés avec des peines allant jusqu'à 20 de prison.

plus de 450.000 noms, avec 60.000 biographies détaillées ; elle servira de base aux rafles.

Palmer intensifie encore la répression en annonçant que le 1er mai 1920 devait avoir lieu une révolution communiste (« *terror reign by radicals* »), il brandit une liste de personnalités que les « rouges » doivent assassiner. New York est mis en état de siège. Rien ne se passant, les libéraux finirent par avoir raison de Palmer et du « *first red scare* » (le second est celui de Joseph McCarthy entre 1947 et 1957). Comme pour couronner l'édifice répressif, après de nombreuses manifestations et grèves à Boston, deux anarchistes d'origine italienne Nicola Sacco et Bartolomeo Vanzetti, accusés de deux braquages, sont arrêtés le 5 mai, ils sont condamnés sans preuves à la peine de mort. « *Nicola and Bart* » finiront sur la chaise électrique (en août 1927), malgré une intense campagne internationale. La grande époque du radicalisme américain était terminée, la répression (et le schisme de l'IWW en 1924) en avait eu raison. Le syndicalisme est affaibli alors même que le processus de développement du salariat s'accélère au détriment des catégories sociales « autonomes ». Dans l'industrie, la croissance de la productivité tendra à dépasser celle des salaires : le ressort d'une consommation de masse ne sera pas suffisamment dynamique, et celle-ci devra se soutenir par l'endettement croissant des ménages.

La grande répression du mouvement social en Europe et aux États-Unis après la première guerre mondiale est une cause majeure de la forte montée des inégalités de revenus et des fortunes dans les années 1920. Ces inégalités fragilisent la consommation de masse, même si les dépenses somptuaires d'une part, l'endettement d'autre part, permettent de maintenir globalement la demande de consommation jusqu'à l'ouverture de la Grande crise.

LA CRISE DE 1920-1921

On retiendra sa violence et sa brièveté, une sortie de crise sans intervention de l'État ou des banques centrales (mais aussi ses séquelles : la tendance à l'excès d'offre dans l'agriculture et la production des matières premières au cours de la seconde partie de la décennie).

La crise de 1920 affecte surtout les pays dont les exportations avaient été dopées pendant la Première guerre mondiale, les États-Unis, l'Amérique du Sud, le Japon, également la Grande-Bretagne. Les

balances commerciales reviennent vers l'équilibre avec la diminution des importations européennes (reconstruction de l'appareil productif, fin des importations alimentaires et d'armement). Dans les États belligérants, le retour à la vie civile des soldats pèse sur l'emploi tandis que la diminution brutale des commandes étatiques pour l'armement pèse sur la demande. La France, dopée par la reconstruction, est épargnée (il y eut cependant une crise boursière en mai 1920). En Allemagne, la croissance reste vive jusqu'à la fin de 1922.

Aux États-Unis, la crise va être sévère. Le retour à la vie civile de 1,8 millions d'hommes (5 % de la population active) entre 1919 et 1920 conduisit à une baisse des salaires d'autant plus vive qu'au chômage s'ajoute la répression antisyndicale. Les coûts de production et les prix baissent. Simultanément, les dépenses fédérales sont divisées par trois dans le budget de 1920 (de 18,9 milliards de dollars à 6,85 milliards) et elles sont à nouveau divisées par presque deux entre 1921 et 1922 (3,8 milliards). Elles seront encore à ce niveau en 1929. Le déficit du budget fédéral de 1919 (qui correspond à la dernière année de financement de la guerre) est de plus de 13 milliards de dollars, il passe à un excédent de 212 millions en 1920 (les excédents dureront jusqu'en 1930, y compris cette année-là). À la forte baisse de la demande globale s'ajoute un accroissement de l'offre globale et la présence de fortes anticipations déflationnistes.

En outre, en juin 1920, Benjamin Strong (Gouverneur de la Banque de réserve fédérale de New York) élève le taux d'escompte de 4,75 % jusqu'au taux « historique » de 7 % [Friedman, Schwartz, 1963] (on ne le dépassera que dans les années 1970 et début 1980, lors du choc anti-inflation de Paul Volcker). La Fed suit la *Bank of England* (toujours leader) qui l'avait accru de 5 % à ce taux exorbitant dès avril 1920 (et la Banque de France à 6 %). Ces fortes hausses donnent à la crise un aspect délibéré. En outre, tout le monde s'attendait au retournement de l'évolution des prix après l'inflation de guerre ; les effets des anticipations déflationnistes sont enclenchés par la hausse des taux. Les prix s'effondrent avec le crédit et de la masse monétaire : en un an les prix de gros chutent de 20 %, le prix de détail de 30 % et, selon les estimations, la déflation de la masse monétaire aurait été de 18 % à 15 % (la plus sévère jamais atteinte en si peu de temps, bien au-delà du taux annuel pendant la crise des années trente) [Vernon, 1991 ; Romer, 1988]. La

Bourse s'effondre à Londres et à New York, le Dow Jones est presque divisé par deux entre janvier 1920 et juillet 1921.

Les conséquences réelles sont considérables. Les salaires accentuent leur chute. Le taux de chômage bondit de 3,9 % à 11,4 % aux États-Unis, de 2 % à 11 % au Royaume-Uni. Le PIB (il n'est pas encore fourni par les statistiques) aurait chuté, en volume, de 4 % à 6,5 %, mais dans certains secteurs (métallurgie, construction navale, transports maritimes en particulier), c'est l'effondrement.

La crise ne va durer que dix-huit mois, entre janvier 1920 et septembre 1921 (NBER). Et cela malgré la volonté de maintenir le cap anti-inflationniste aussi bien de la part des autorités monétaires que du gouvernement. Ainsi le taux à 7 % de la *Bank of England* est maintenu jusque fin avril 1921, celui de la Fed jusqu'en mai. La politique d'*open market* n'est pas envisagée (elle n'aurait même été découverte qu'accidentellement en 1922, *cf.* supra, « Crises et rythmes économiques : premières observations », n. 33) [Miskin, 2004, 420]. Aucune politique de dépense publique n'est mise en œuvre. Tout au contraire, à peine la crise terminée, aux États-Unis les dépenses budgétaires sont encore fortement réduites et les impôts voient leur assiette s'élargir (au détriment des couches populaires), mais leurs taux baissent. Le Président républicain W. Harding, ultra conservateur (élu contre le progressiste W. Wilson sur la base de la non-intervention de l'État) est partisan, même en pleine déflation, de renforcer la lutte contre la menace inflationniste et d'une baisse des salaires. Si le secrétaire au Commerce, Herbert Hoover, met quand même en place une *Conference on Unemployment*, elle se contente d'organiser une distribution de secours d'urgence aux chômeurs. Harding fera voter l'*Immigration Act* pour limiter l'entrée de travailleurs étrangers et, dans cette ambiance isolationniste, deux tarifs douaniers protectionnistes, l'*Emergency Tariff* de 1921 au profit des denrées agricoles et le *Fordney-McCumber Tariff* de 1922, plus général, plus lourd et plus ambitieux qui refonde le protectionnisme américain sur une base « scientifique[7] ».

Les affaires repartent aux États-Unis et partout dans le monde à l'automne 1921. L'inaction (ou la fermeté) a payé, expliquent, jusqu'à

7 Une commission du tarif calcule les taux en fonction des différentiels de prix entre les États-Unis et ses concurrents, l'*American Selling Price* (les droits sont calculés sur la base du prix américain) est introduit, le Président peut faire varier les taux sur proposition de la commission.

aujourd'hui, les économistes conservateurs et « autrichiens » ; la « purge » et la forte baisse des salaires ont permis à l'économie américaine et mondiale de repartir sur des bases assainies. La « régulation concurrentielle » à l'ancienne via la baisse des salaires réels était pourtant déjà en crise à la fin du XIXe siècle à cause du syndicalisme et des réformes sociales démocratiques. Si elle a fonctionné en 1921 [Hautcœur, 2009, 57 ; Bordo, Erceg, Evans, 2000], c'est du fait de la forte pression liée au retour des soldats à la vie civile, à la répression des mouvements ouvriers et parce que les prix comme les salaires nominaux avaient beaucoup monté pendant les hostilités et que les niveaux atteints apparaissaient illusoires : les anticipations étaient à la baisse pour les prix comme pour les salaires. Cette expérience va encourager Churchill, en 1925, à rétablir la livre à sa parité de 1914 et à la soutenir par la déflation, ce sera un échec ; elle va aussi renforcer les vertus de l'inaction aux yeux des gouvernants et des autorités monétaires, on en verra le résultat lors de la crise de 1929. La déflation Brüning (1930-1932) aura des conséquences tragiques, la déflation Laval échouera en 1935 à faire baisser les prix. La sortie spontanée de la crise de 1921 a été une exception.

LES RESPONSABILITÉS EUROPÉENNES : LES POLITIQUES DES ANNÉES VINGT

La crise de 1929 est d'abord américaine : elle commence aux États-Unis et ses causes sont largement internes. Mais les pays européens portent une lourde part de responsabilité.

Les expériences anglaises, allemandes et françaises sont contrastées : la déflation anglaise dès 1919 débouche sur le rétablissement de la convertibilité de la livre au taux d'avant guerre, l'hyperinflation allemande de 1923-1924 se conclut par la disparition de l'ancien mark et la création d'un nouveau, la situation française est intermédiaire (un rétablissement du lien à l'or, mais avec une forte dévaluation par rapport au franc germinal). Et pourtant, dans le trois cas, il y aura en définitive un choc déflationniste.

(1) *En ce qui concerne le Royaume-Uni*, les choses sont claires : une déflation massive, assumée pendant toutes les années 1920, aux conséquences dramatiques. Pendant les années de guerre, entre 1914 et 1919, les prix à la consommation avaient été multipliés par 2,2, moins qu'en France où ils sont multipliés par 3,5 et qu'en Allemagne où ils le sont par 6,

plus qu'aux États-Unis (où ils doublent). Le financement de la guerre avait été obtenu par l'impôt, par l'emprunt à long terme et par la création monétaire. Une nouvelle monnaie avait été créé par le Trésor, les *Currency notes* (pour ne pas accroître la masse des *Banknotes* de la *Bank of England*[8]), et surtout le crédit à court terme via les dépôts en banque mobilisés par les chèques et l'escompte. La livre avait relativement peu baissé par rapport au dollar, aux environs de 30 %, à la différence du franc (-75 %) et du mark (-90 %).

Dès lors le retour à l'ancienne parité avec l'or (celle qui avait été fixée par Isaac Newton en 1717 à 7,32 grammes d'or fin) semblait à la fois souhaitable afin de replacer la livre, la *Bank of England* et la City au centre du système financier mondial et de concurrencer le dollar (qui avait évité le cours forcé et conservé sa valeur-or), et possible. Dès 1918 et 1919, le comité dirigé par Lord Cunliffe se prononçait pour la revalorisation intégrale du sterling (sans revenir à la convertibilité des billets en or et en assouplissant les règles du *Peel Act* afin d'éviter sa trop grande rigidité, et la nécessité conséquente de le suspendre régulièrement). Il préconisait une déflation par la suppression des *Currency notes*, la restriction des crédits (via le taux d'escompte et l'*open market*) et des finances publiques excédentaires, le but étant de faire baisser les prix et les salaires de 30 %. Le modèle était celui du retour « à la normale » après les guerres du passé : le retour à la convertibilité à la parité ancienne en 1819 après l'inflation qui avait suivi sa suspension en 1797[9] et l'expérience des *greenbacks* américains de la guerre de Sécession qui avaient perdu 55 % de leur valeur et étaient revenus au pair en 1878.

---

8 La convertibilité des *Banknotes* n'avait été suspendue qu'en fait. Charles Rist [1930-1931, 188] raconte que celui qui allait présenter des billets à la *Bank of England* pour obtenir de l'or subissait un très long interrogatoire de la part de plusieurs fonctionnaires et finalement on lui disait que s'il avait réellement besoin d'or, on allait le lui donner, mais qu'on le ferait suivre par un policeman pour voir ce qu'il en ferait. Les porteurs de billets renoncèrent rapidement. Le *Peel Act* avait été suspendu, mais il n'y eut pas de dépassement.

9 Ce n'est qu'à partir du milieu du XIXe siècle que le retour à l'étalon-or à l'ancienne parité réalisé par la déflation après 1814-1815 et le *Resumption Act* de 1819 sera considéré par la grande majorité des économistes comme une politique courageuse et « responsable ». Sur le moment, la détresse économique générée par la déflation était telle que rares furent ceux qui la soutenaient. Mis à part Ricardo, mais il était isolé dans son soutien et d'ailleurs voulait d'autres modalités (*cf.* supra, « Le "haut capitalisme", ses crises et leur théorisation » et [Viner, 1937, 175]).

Dès 1920, la politique de revalorisation de la monnaie fut mise en œuvre avec constance (sauf pendant un bref interlude travailliste en 1923-1924) en s'appuyant sur, et en renforçant, les anticipations déflationnistes. Les *Currency notes* furent massivement réduites et le résidu fut intégré aux billets de la *Bank of England*, la couverture-or de ceux-ci passa de 38,5 % en 1919 à 55,6 % en 1925, le taux d'escompte fut élevé à 7 % avec une politique d'*open market* restrictive. Les budgets subirent une cure d'austérité très sévère par réduction des dépenses (-35 % par exemple pour l'exercice 1920-1921) et accroissement des recettes fiscales. Le déficit de 1919-1920 était de 325 millions de livres, l'exercice suivant fut en excédent de 231 millions. La dette flottante[10] fut divisée par deux entre 1919 et 1925. Sur le terrain international, la conférence de Gênes de mai 1922 anticipant le retour annoncé de la livre à son standard d'avant guerre, instituait le *Gold Exchange Standard*.

Le 13 mai 1925, par le *Gold Standard Act*, le Chancelier de l'Échiquier Winston Churchill (du gouvernement Baldwin) revenait à l'ancienne parité avec l'or (donc avec le dollar : 1£ = 4,86$), renonçait à la circulation des pièces et n'assurait la convertibilité des billets en or en barre que pour d'importants montants (une somme minima de 400 onces d'or). En 1928, le *Currency and Banknotes Act* fusionnait les deux monnaies, la *Bank of England* retrouvant son monopole d'émission, le *Peel Act* étant aménagé[11].

Les résultats de cette politique déflationniste furent négatifs. J. M. Keynes qui, pendant ces années d'austérité avait tiré la sonnette d'alarme, écrit immédiatement *The Economic Consequences of Mr. Churchill* [1925] (*cf.* infra « Keynes et la Théorie générale »). La livre est lourdement surévaluée, explique-t-il, et comme on ne peut compter sur une baisse des prix suffisante, et encore moins sur une baisse des salaires, on aboutira à une balance commerciale encore plus déficitaire, à la chute du revenu national, à des faillites industrielles, à un chômage important. De fait entre 1924 et 1929, les prix à la consommation ne baissèrent que de 10 % (mais si on prend la période 1919-1926, ils chutèrent de 21 %),

10 Il s'agit de la dette publique non consolidée par des titres à moyen ou à long terme. Elle regroupe essentiellement les bons du Trésor et les avances consenties par la Banque centrale.

11 La fraction de l'émission non couverte par de l'or passe de 20 millions à 260 millions de livres et le plafond légal pouvait être dépassé, sur autorisation du Trésor, pendant 6 mois.

les salaires du secteur privé de 4 % à 5 %[12], les profits des entreprises furent pris en tenaille, l'investissement continua de stagner, le nombre de chômeurs, même dans les meilleures années, resta toujours au-dessus du million (si les salaires réels augmentaient, le chômage réduisait les revenus des travailleurs), le taux de croissance moyen tomba autour de 1 %, la balance commerciale s'enfonça dans le déficit.

Les tensions sociales prirent une tournure d'affrontement « classe contre classe ». En 1925, les compagnies minières décidèrent conjointement d'imposer des baisses de salaire de 30 % en moyenne (et jusqu'à 50 %) et de revenir à la journée de huit heures. Le syndicat des mineurs (*Miners Federation of Great Britain*) dirigé par le charismatique Arthur J. Cook, fort d'une promesse de soutien des Trade Unions (TUC), menaça d'une grève générale (l'arme quasi mythique du « syndicalisme révolutionnaire »), une revanche après la reculade du *Black Friday* (en avril 1921, ils avaient été lâchés par les autres syndicats, en particulier des transports). Le gouvernement Balwin temporisa, subventionna les compagnies, fit intervenir une commission parlementaire dont le rapport esquissait un compromis. Il s'agissait de gagner du temps pour se préparer au conflit (constituer des stocks de charbon, arrêter des leaders radicaux, préparer la contre-offensive). Effectivement, lors des négociations, le patronat n'accepta qu'un compromis limité (des baisses des salaires en moyenne de 15 %, mais il resta ferme sur la journée de huit heures). Ce fut l'affrontement (« *Not a penny off the pay, not a second on the day* »), la grève générale à partir du 1er mai 1926, dans une ambiance radicalisée par les syndicalistes révolutionnaire d'un côté, par la volonté patronale d'écraser la résistance syndicale et celle de Winston Churchill de l'autre. L'armée et même la *Home Fleet* furent mobilisées, Churchill pris la posture du défenseur de la nation, de la loi et de l'ordre, disposé à employer tous les moyens. Il avait le soutien de la classe moyenne (en partie grâce à une adroite propagande). À la différence de Clémenceau en 1908 à Draveil-Vigneux, son modèle de fermeté, il n'eut pas à faire tirer sur la foule. Les TUC et le Labor Party (qui soutenaient, modérément, les grévistes) capitulèrent dès le 12 mai. Les mineurs résistèrent, parfois

12 Base 100 en 1914, l'indice des prix de détail atteint 220 en 1919, 174 en 1926. Si les salaires baissent peu, la masse salariale baisse fortement du fait du chômage, elle passe de l'indice 100 en 1914 à 267 en 1919 pour retomber à 197 en 1926 (soit une baisse de 26 %), [Liesner, 1985, 20].

jusqu'à la fin de l'année. Ils durent reprendre le travail aux conditions du patronat, leurs leaders étant souvent licenciés. En 1927, le *Trade Disputes Act* restreint le droit de grève, interdit aux fonctionnaires de se syndiquer. Le syndicalisme révolutionnaire ne se relèvera pas et le trade-unionisme sera durablement affaibli.

La victoire des conservateurs et du patronat était totale, mais l'économie anglaise, surtout son industrie, et le niveau de vie des anglais, surtout des classes populaires, avait été sacrifiés sur l'autel de la finance. Il fallut un demi siècle au Royaume-Uni pour rattraper la décennie perdue. En 1913, le potentiel des États-Unis représentait deux fois celui du Royaume-Uni, en 1929, près de quatre fois. En outre, la pression déflationniste britannique, assumée pendant dix ans, pesait sur la conjoncture mondiale. Il s'agissait de la seconde puissance économique mondiale, hier encore la première, qui avait approvisionné le monde en capitaux à long terme (et qui, ne pouvant plus jouer ce rôle, leur substituait d'instables crédits à court terme). L'austérité durable enlevait à la demande mondiale un ressort essentiel et, lorsque la crise atteignit les États-Unis en 1929, l'Angleterre était incapable d'assurer le relai.

(2) Si l'on considère l'ensemble de la période entre la défaite et 1933, on est effaré par *l'ampleur des chocs subis par l'Allemagne* [Fergusson 1975 ; Graham, 1930 ; Schacht, 1954 ; Bresciani-Turroni, 1931] : la défaite et l'exacerbation des sentiments nationalistes (d'autant que l'armée n'avait pas été écrasée), la tentative de révolution communiste et la répression, l'inflation, les « réparations de guerre », l'occupation de la Rhénanie et l'hyperinflation de 1923-1924 qui déstabilise complètement la société, la déflation accompagnant la création d'un nouveau mark, trois ans à peine de prospérité, puis le choc de 1929 et l'effondrement financier de 1931, la brutale déflation Brüning et la prise de pouvoir par Hitler.

Le financement de la guerre n'avait pas été très différent en Allemagne et en France. Recours à l'emprunt à long terme plus qu'à l'impôt, recours à la création monétaire : les billets de la *Reichsbank* sont multipliés par 10, ceux du Trésor, des *Länder*, des banques privées et les bons d'une « caisse de prêt » créée en 1914 (*Darlehenskassenscheine*) augmentent également (le taux de couverture – 33 % – est artificiellement respecté car si les réserves d'or augmentent, surtout les bons de la « caisse de prêt » servent de réserve à l'instar de l'or). Avec la défaite, la création de la République de Weimar, les troubles et les problèmes massifs de

ravitaillement, la création monétaire et la dette flottante doublent au cours de l'année 1919, et les prix suivent, le taux de change s'effondre. Le processus s'accélère au cours des années suivantes. La question des réparations de guerre devient dramatique lorsque la Conférence de Londres (mai 1921) en fixe le montant définitif à 132 milliards de marks-or, un chiffre énorme. Keynes, dans *Les conséquences économiques de la paix* [1919], avait expliqué l'impossibilité de tels versements et les dangers économiques, sociaux et politiques d'une telle volonté d'écraser les pays vaincus. Les déficits budgétaires explosent, la quasi totalité des dépenses publiques est monétisée : en octobre 1923, moins du centième des dépenses publiques est couvert par l'impôt, en novembre moins d'un millième. L'inflation déjà galopante devient effrénée.

Au cours d'une première période, les années 1920-1922, l'effondrement de la valeur externe de la monnaie (le taux de change) est plus rapide que l'effondrement interne (la hausse des prix), d'où un avantage pour les exportateurs. En outre, les salaires, et plus généralement les coûts, ne suivent pas. Les détenteurs de revenus relativement rigides ou fixes (les rentiers) sont les perdants. Tandis que le niveau de vie des travailleurs et de la classe moyenne chute vivement[13], les profits augmentent. L'inflation fait des créanciers les perdants et les débiteurs sont gagnants. Le dynamisme des exportations produit une reprise de l'économie, surtout de l'industrie. On assiste à une croissance de la demande de biens d'équipement et à l'érection de nouvelles usines. Le chômage se réduit. Dans cette ambiance de « bulle » généralisée, la spéculation se déchaîne, à la baisse sur le mark, à la hausse sur toutes sortes de biens, de titres ou d'affaires parfois purement imaginaires. On reparle du « commerce du vent » (*Luftgeschäft*) comme lors des bulles du XVIIIe siècle. Dans cette ambiance de folie, la cupidité s'affiche, les profiteurs, les « nouveaux riches » tiennent le haut du pavé, les cabarets se multiplient, le luxe se fait insolent face à la pauvreté ou aux difficultés des masses.

Les choses empirent au début de l'année 1923. Le gouvernement allemand, pris dans la crise de la monnaie et de la dette publique, suspend le paiement des réparations de guerre fin 1922 et demande un moratoire. La France et la Belgique (qui se refusent à payer leurs dettes

13 À Noël 1921, par rapport à 1913, le prix du pain est déjà multiplié par 13, la viande de bœuf par 17, le sucre, le lait, le porc les pommes de terres par 23 ou 28, le beurre par 33.

aux Alliés tant que les réparations ne seront pas versées : « l'Allemagne paiera ») occupent la Ruhr pour prendre en gage l'industrie allemande. Une vigoureuse résistance passive s'organise, le patriotisme allemand s'exacerbe en nationalisme, la répression par les troupes françaises est sévère. L'inflation sort de toutes limites imaginables. Le taux de change du dollar était passé de 8 marks à 65 marks entre janvier 1919 et mai 1921. Au cours des six premiers mois de 1923, il s'élève à 75.000 marks. Dans les mois qui suivent, c'est l'effondrement : début août, le dollar atteint un million de marks, en octobre, un milliard, en novembre il dépasse mille milliards de marks. Les prix évoluent parallèlement, ils finissent par changer d'heure en heure. Il devient impossible de fabriquer suffisamment de papier-monnaie. On a peine à l'imaginer dans cette inflation folle, mais les billets manquent, surtout les grosses coupures, et personne ne veut les conserver. La fuite devant la monnaie est intense, littéralement les billets brulent les doigts, il faut s'en débarrasser dans la minute, les paysans refusent de vendre leurs produits contre de l'argent. Des monnaies de substitution apparaissent, émises par des entreprises, des municipalités, des institutions diverses (en octobre 1923, plus de 2.000 *Notgeld* étaient acceptées et soutenues par la *Reichsbank*), les contrats sont libellés en monnaies étrangères, voire en seigle ou en charbon, le troc se développe, plus personne n'accepte de chèque, les prêts d'argent deviennent impossibles ou à des taux qui finissent par atteindre 14 % par jour. Comme les salaires sont indexés, qu'ils suivent les prix et le taux de change les avantages des exportateurs, des commerçants et des industriels disparaissent. L'économie s'effondre et le chômage augmente (1,5 millions de chômeurs en novembre), souvent les salaires ne sont plus payés faute d'argent. Une fraction de la population connaît la misère, la sous-nutrition. Le coût économique de cette hyperinflation serait comparable à celui des quatre années de guerre. Les tensions sociales et politiques s'exacerbent. Le désespoir se généralise dans les classes populaires et le terrain devient favorable aux agitateurs d'extrême droite. En juin 1922, Walter Rathenau, l'organisateur de l'effort de guerre allemand, avait été assassiné par un groupe d'extrême droite qui estimait avoir porté un coup à « la juiverie internationale », éliminé « un sage de Sion » ; en novembre 1923, Hitler et le parti nazi tentent le putsch de la brasserie à Munich (malgré le soutien du général Ludendorff et, au début, des dirigeants de la Bavière, il échoue dans la confusion).

Cette catastrophe monétaire eut d'immenses conséquences sociales. Les créanciers étaient les grands perdants, les rentiers étaient ruinés, les propriétaires fonciers ne perdant que temporairement (ils purent rétablir ultérieurement les fermages au taux courant). Les débiteurs étaient gagnants. La dette de l'État était annulée (à l'exception des réparations de guerre exprimée en marks-or) : seul de tous les belligérants, l'État allemand pouvait ainsi repartir à zéro.

L'effondrement de 1923 n'était pas délibéré, mais les gouvernements allemands des années 1920-1922 n'ont-ils pas en partie consciemment laissé l'inflation s'emballer ? N'ont-ils pas joué les apprentis sorciers ? La monétisation de la dette, la création massive de monnaie et l'inflation galopante réglaient le problème de la dette publique interne et soulageaient massivement les débiteurs privés, ménages et entreprises. L'effondrement du change dopait une balance commerciale (au lendemain de la défaite, elle était fortement déficitaire du fait de la reconversion de l'économie et des provinces perdues), permettaient aux firmes exportatrices de tourner à plein régime. Ses excédents auraient pu rendre possible, du moins partiellement, le payement des annuités de la dette externe (les réparations). Mais les gouvernements allemands, heurtés par le *diktat* des énormes réparations fixées par la Conférence de Londres, cherchaient tous les moyens d'y échapper, et l'un d'entre eux était de mettre en scène l'impossibilité (réelle) de les payer. Après l'occupation de la Rhénanie, la résistance passive, les troubles politiques, la confiance dans le monnaie s'effondre, ce n'est plus la création monétaire qui cause l'inflation (elle est au contraire en retard sur les prix, donc sur les besoins de liquidités), mais la vitesse de circulation de la monnaie devenue quasi infinie.

La reconstruction d'une nouvelle monnaie est le fait de Gustav Stresemann, devenu chancelier en août 1923 (il ne le restera que 103 jours), de Hans Luther (son ministre des finances) et de Hjalmar Schacht (au commissariat des affaires monétaires). Elle se fit en deux temps, D'abord fut créé (octobre 1923) la *Rentenbank*, institution privée au capital *virtuel* de 3.200 milliards de marks-or constitué d'une hypothèque sur le patrimoine allemand. Elle pouvait émettre des *rentenmarks* (équivalent de mille milliards de marks-papier, mis en circulation dès le 16 novembre) pour ce même montant et devait faire 1.200 milliards d'avances à l'État. Ces *rentenmarks* étaient convertibles en une *rentenbriefe*, un titre de rente portant intérêt. Ils n'avaient pas cours légal,

mais ils devaient être acceptés par les caisses publiques. On n'est pas loin des assignats, mais des assignats qui vont réussir grâce au soutien des milieux économiques allemands et étrangers, particulièrement des États-Unis, et au besoin d'une monnaie. La *Rentenbank* sut entretenir la confiance en refusant au gouvernement une avance supplémentaire à la fin de l'année 1923. Hjalmar Schacht n'était pas l'initiateur de la réforme, il était même sceptique au départ envers le *rentenmark*, mais, d'abord au gouvernement, puis comme gouverneur de la *Reichsbank* en novembre 1923, il la pilote et en fait un succès. La *Reichsbank*, devenue indépendante du gouvernement sur la pression des Alliés, mena d'abord une politique d'ouverture des crédits à l'économie. Elle en avait le plus grand besoin, les prêts avaient presque disparus et, la confiance revenue, la croissance repartit, comme d'ailleurs la spéculation. Le portefeuille de prêts de la banque centrale fut multiplié par six entre novembre 1923 et avril 1924.

L'inflation menaçant à nouveau, Schacht bloque totalement les crédits, à l'État comme au secteur privé. Le choc déflationniste est considérable, la crise brutale, le cours des actions chute verticalement, les prix s'effondrent de 30 % en quelques mois, de nombreuses entreprises ferment (surtout celles qui avaient prospéré grâce à l'inflation), le chômage s'accroît (le taux de chômage, déjà à 23,4 % en novembre 1924, atteignit 28 % en décembre). Il restera élevé jusqu'en 1926, mais les salaires réels augmentent fortement (leur indice passe de 68 en janvier 1924 à 124 en juin 1928). La reprise est nette dès 1925, les salaires nominaux s'emballent. L'inflation avait provoqué une forte disproportion en faveur de la production de biens capitaux, après 1924 un rééquilibrage intervient en faveur des biens de consommation.

Sur le front des réparations, les anglo-américains obligent la France à cesser l'occupation de la Ruhr et, en juillet 1924, est signé le plan Dawes qui établit un programme de versements annuels progressifs (un milliard de marks-or la première année pour atteindre deux milliards et demi de marks-or en 1928) assorti d'un prêt des États-Unis (800 millions de marks-or)[14]. Il devient possible de créer (août 1924) une

14 En 1929, le plan Young réduit le total des réparations à 38 milliards de reichsmarks payables en 59 annuités (et les États-Unis consente un nouveau prêt). Il ne sera pas exécuté (le moratoire Hoover en 1931, puis la Conférence de Lausanne en 1932 ramène le total des réparations à 3 milliards, et en 1933 Hitler met fin unilatéralement aux réparations).

nouvelle monnaie, ce sera le *reichsmark* convertible en or au taux ancien. Peu à peu, les coupures du *rentenmark* sont retirées de la circulation. La *Reichsbank* est réorganisée. L'Allemagne a retrouvé un système monétaire au prix d'une crise sévère et brève. Mais la société reste traumatisée.

(3) La France avait financé la guerre par l'emprunt extérieur auprès des États-Unis, intérieur (les fameux Bons de la défense nationale) et surtout par la création monétaire (la convertibilité-or du franc était suspendue). La circulation des billets avait été multipliée par cinq, mais l'or ayant disparu (exporté, thésaurisé ou remis de plein gré à l'État), la masse monétaire n'avait été multipliée que par trois. Et c'est à peu près l'évolution suivie par les prix. La fin des hostilités ne réduisit pas les dépenses publiques (primes, pensions, surtout dommages de guerre), d'où la continuation des emprunts à court comme à long terme et le recours à la planche à billet et aux avances de la Banque de France. Celle-ci dut relever régulièrement les deux plafonds, celui de l'émission et celui des avances au Trésor. La dette publique double pratiquement entre 1918 et 1924, l'inflation s'intensifie et le taux de change chute (le dollar valait 5,18 francs avant la guerre, 5,47 en 1918, il atteignait presque 27 fin 1925).

Poincaré avait stabilisé les dépenses, créé un nouvel impôt (le double décime) et évité l'effondrement du franc en 1924 (un « Verdun financier »), à la fin de la période de « la Chambre bleue horizon » et du Bloc national. La nouvelle élection amène aux affaires le Cartel des Gauches. Le gouvernement du radical Édouard Herriot (juin 1923-avril 1925) prend quelques mesures plus symboliques qu'effectives, mais menace d'imposer les « profiteurs » de guerre et d'instituer un impôt sur le capital pour réduire la dette publique (le programme des socialistes). En attendant, confronté à des problèmes de trésorerie, le gouvernement a grand besoin d'avances renouvelées de la Banque de France. La peur de l'inflation, de la dévaluation provoque en effet à la fois la hausse des taux d'intérêt, des difficultés de trésorerie (les bons du Trésor ne se plaçant qu'à des taux exorbitants) et la fuite des capitaux, la spéculation à la baisse du franc. Herriot va se heurter à l'hostilité des milieux d'affaires, à ce qu'il appela le « mur de l'argent », particulièrement aux régents de la Banque de France qui représentaient les grands intérêts financiers, en particulier de Wendel (« les 200 familles » selon l'expression d'Édouard

L'Allemagne aura versé au total 22,8 milliards de marks-or au lieu des 132 prévus au départ.

Daladier en 1934, reprise par la Front populaire). Le Cartel se refusant à accroître la fiscalité, il a été amené à monétiser massivement la dette publique si bien que le plafond des avances autorisées de la Banque de France (et celui de la circulation fiduciaire) aurait été dépassé s'il n'y avait pas eu un maquillage de ses bilans. Herriot a donné une arme à ses adversaires. Le « scandale des faux bilans de la Banque de France » est révélé le 9 avril 1925, Herriot chute le lendemain.

Les gouvernements à majorité radicale et socialiste qui lui succèdent ne réussissant pas à rétablir l'équilibre budgétaire et la confiance des milieux financiers nationaux et internationaux, à l'été 1926 la spéculation se déchaine, les taux d'intérêt sur la dette souveraine atteignent un niveau record, la fuite devant la monnaie se généralise (chacun vide ses dépôts bancaires, ses comptes à la Caisse d'épargne, on vend ses bons du Trésor, on transforme ses liquidités en devises, en or, en marchandises), la crise du franc s'accentue vivement face à la livre sterling. La panique enfle. Poincaré, sauveur du franc en 1924, est rappelé au pouvoir (il s'appuie sur une nouvelle majorité, sans les socialistes, associe les radicaux et la droite). Immédiatement le franc se redresse de 20 %.

En août 1926, Poincaré met en place un budget excédentaire d'un milliard en réduisant (un peu) les dépenses et en augmentant (plus fortement) les impôts (à l'exception du récent impôt sur le revenu, honni par la bourgeoisie, dont le taux marginal est divisé par deux). La politique d'austérité sera poursuivie systématiquement : 4 milliards d'excédent en 1928, encore 5 milliards en 1929. Il crée une Caisse d'amortissement de la dette, indépendante du gouvernement, qui perçoit à cette fin des taxes. La confiance revient, et avec elle les souscriptions aux Bons de la défense nationale, les achats de bons du Trésor. Le franc remonte vivement. C'est ici que la politique de la France va devenir cruciale pour l'équilibre monétaire international.

La spéculation à la hausse du franc se développe, les financiers et le public français et étranger anticipant une remontée du franc et un retour à la convertibilité-or au taux d'avant guerre. La vive hausse du franc conduit les industriels à demander sa stabilisation pour éviter qu'une trop forte réévaluation mette en péril les exportations. Le gouvernement Poincaré accepte ce qui va devenir la « stabilisation de fait ». Comme la spéculation à la hausse continue, la Banque de France doit acheter les devises étrangères qui affluent en masse. Les devises étrangères

s'accumulent dans les réserves tandis que les francs que les spéculateurs obtiennent en échange[15] sont replacés par eux en bons du Trésor, de la défense nationale, en compte courant auprès du Trésor. Ils permettent à l'État de rembourser une large fraction de sa dette auprès de la Banque de France. L'accumulation de réserves par la Banque de France en dollars et en livres (elles viennent compléter le stock d'or) est cohérente avec le *Gold Exchange Standard* que la Conférence de Gênes de 1922 avait institué (le franc se stabilise autour d'une monnaie-pivot qui, elle, est rattachée à l'or). Mais ce n'était pas l'objectif de la France. Aussi les dollars accumulés depuis 1927 sont transformés en or à New York : l'or américain, pour plus d'un milliard de dollars, est transporté en France jusqu'en juin 1928. La même opération est tentée avec Londres, mais la *Bank of England*, pour protéger son stock d'or, obtint la suspension de ces opérations. En agissant ainsi, la France obligea la Fed et la *Bank of England* à défendre leurs réserves et à augmenter leur taux d'escompte. Celui de la Fed a été augmenté quatre fois, de 3,5 % à 6 %, entre janvier 1928 et août 1929. Certes, il s'agissait aussi de lutter contre la spéculation à Wall Street, mais, comme le montre James Hamilton [1987], la Fed cherchait à ralentir les flux d'or vers la France après la stabilisation du franc. La France, en voulant revenir à l'étalon-or, a exporté une pression déflationniste vers les États-Unis.

Poincaré désirait revenir au franc germinal. Heureusement, il céda devant les observations de ses conseillers et il accepta ce qui était considéré comme une dévaluation, de passer le 25 juin 1928 à la convertibilité au taux atteint par rapport au dollar en 1928, soit un franc Poincaré ne valant que 65,5 milligramme d'or fin, soit le cinquième du franc germinal (c'est « le franc de quatre sous » : 1/5e de 20 sous ou un franc)[16]. Le franc reste légèrement sous-évalué (la livre vaut 125 francs et le dollar 25 francs). Il l'avait été fortement pendant les années 1920. C'est grâce à cela

15 La Banque de France a reçu l'autorisation d'émettre des billets en échange des devises accumulées, mais comme ils reviennent en placement à court ou long terme dans les caisses de l'État et que celui-ci rembourse avec eux sa dette envers l'institut d'émission, il se constitue un circuit non inflationniste.

16 Par la même occasion, la totalité de la dette de l'État envers la Banque de France est éteinte, le stock d'or de la Banque de France étant réévalué (sa valeur est multipliée par cinq puisqu'il était, jusque là, évalué en franc germinal) et l'État considérant que, comme c'est de son fait, le bénéfice doit lui revenir. La Banque de France a un peu résisté à cet arrangement, mais comme il s'agissait de Poincaré, d'union nationale, de stabilisation, elle céda.

que la France a bénéficié pendant cette période d'un taux de croissance élevé, alors que la déflation écrasait l'économie anglaise. La situation s'inversera lorsque la France organisera le Bloc-or (juillet 1933) après que la livre (1931), puis le dollar (1933) ont dévalué fortement. Hawtrey avait raison : le « carcan d'or » est une des causes majeures de la Grande crise et les différences entre les conjonctures des différents pays selon qu'ils s'en échappent ou non en apporte la preuve [Eichengreen, 1992].

« ROARING TWENTIES » : LA CONJONCTURE AMÉRICAINE

Les années vingt et trente : quelques dates

1918 : Fin de la Première guerre mondiale.

1919 : Une politique déflationniste commence au Royaume-Uni

Répression sociale aux États-Unis, « *Palmer's raids* »

Janvier 1920 : Politique déflationniste aux États-Unis : taux d'escompte à 7 % en juin.

Mai 1921 : Conférence de Londres (les réparations de guerre de l'Allemagne : 132 milliards de marks-or).

1920-1921 : Crise économique aux États-Unis, Royaume-Uni. Fin 1921, retour au discount rate à 4,5 %.

1922 : Conférence de Gênes (*Gold Exchange Standard*).

1922-1923 : Hyperinflation allemande.

Été 1924 : Plan Dawes. Nouvelle monnaie allemande : le *reichsmark* convertible en or.

Juillet 1924 : Relance aux États-Unis : *open market* et baisse du taux d'escompte (3 % en juillet 1924).

Mars 1925 « *Inauguration* » du Président conservateur, C. Coolidge.

La politique de la Fed devient moins accommodante (de 3 % à 4 % en janvier 1926).

13 mai 1925 : Retour de la livre à sa parité de 1914 ; forte déflation.

Été 1926 : Crise du franc. Retour de Poincaré aux affaires. Austérité et spéculation à la hausse du franc ; décembre 1926 « stabilisation de fait ».

Juillet-octobre 1927 : La Fed soutient la livre et lutte contre un risque de récession (achats d'*open market*).

Février 1928 : La Fed et la *Bank of England* défendent leurs réserves-or contre la politique d'achat d'or de la France, ils augmentent leur taux

d'escompte ; lutte de la Fed contre la spéculation financière (le *discount rate* augmente jusqu'à 6 % de février 1928 à août 1929. Juin 1928, franc Poincaré.

Mars 1929 : « Inauguration » de H. Hoover. Taux de chômage = 3, 4 %.

Juin 1929 : Plan Young.

Septembre 1929 : Faillite Hatry, la *Bank of England* élève le taux d'escompte à 6,5 %.

Octobre 1929 : Krach financier à Wall Street.

Novembre 1929 : Début de la baisse du taux d'escompte de la Fed (4,5 %) et (modeste) *open-market*.

1930 : Excédent budgétaire pour l'année fiscale (juillet 1929-juin 1930).

Juin 1930 : Tarif protectionniste Hawley-Smoot et début de la guerre commerciale.

Septembre 1930 : Le chancelier Brüning mène en Allemagne une politique déflationniste.

Octobre 1930 : Première crise bancaire US. La crise réelle se renforce : taux de chômage = 8,7 %. Décembre : faillite de la *Bank of United States*. Le *discount rate* à 2,5 %, puis 2 %, enfin 1,5 % en mai 1931.

Premier semestre 1931 : Légère reprise aux États-Unis.

Mai 1931 : Renforcement de la crise en Europe centrale. Faillite du *Credit-Anstalt* autrichien. Généralisation à l'Allemagne (*Danat Bank*), moratoire Hoover sur les réparations allemandes.

Mai-juin 1931 : Panique monétaire, deuxième vague de la crise bancaire US. La crise « réelle » rebondit.

Crise de la livre sterling.

21 septembre 1931 : Dévaluation de la livre sterling.

Octobre 1931 : Renforcement de la politique déflationniste par Brüning : forte aggravation de la crise en Allemagne.

Octobre novembre 1931 : Crise du dollar.

Fin 1931 – début 1932 : Défense du dollar par une politique monétaire restrictive : le taux d'escompte remonte de 1,5 % à 3,5 %. Vive chute de l'activité (taux de chômage = 16 %). Et des prix. Redescente lente du taux en février 1932 : 2,5 % en juin et il y reste jusqu'en février 1933 : Le taux d'intérêt réel à 12 %.

Juin 1932 : Le Chancelier von Papen qui a remplacé Brüning, mène une politique de relance avec succès, le chômage régresse, recul de Hitler aux élections.

Octobre 1932 : Troisième vague de crise bancaire aux États-Unis.

La chute des prix accélère.

8 novembre 1932 : Élection de F. D. Roosevelt. Forte majorité démocrate au Sénat et à la Chambre des représentants.

Janvier 1933 : Hitler accède au pouvoir.

Entre le début 1930 et mars 1933, les prix ont chuté de 43 %.

Le 4 mars 1933 « *Inauguration* » de F. D. Roosevelt. La crise à son maximum, taux de chômage à 25 %. Suspension de l'étalon-or (6 mars). Apogée de la crise bancaire et *Bank Holliday* (10-15 mars 1933).

19 avril 1933, abandon de l'étalon-or, dévaluation du dollar (nouvelle parité-or en janvier 1934). Reprise aux États-Unis. En 1933, les prix baissent moins (5,13 % en 1933), modeste amélioration de l'emploi.

12 juin 1933 : Échec de la Conférence économique mondiale de Londres.

8 juillet : Constitution du Bloc-or autour de la France.

1934 : Taux de chômage américain encore à 21,60 % (1935 : 20 %). Les prix remontent (+3,35 %).

Juin – juillet 1935 : Déflation Laval.

Octobre 1936 : Dévaluation du franc par le Front populaire.

1936 : Taux de chômage US : 16 % ; 1937 : 14 %.

1937 : Politique d'austérité budgétaire aux États-Unis, accroissement des réserves obligatoires.

1937-1938 : Rebond de la crise américaine : 1938 PIB -10 %, chômage 20 %.

1939 : Deuxième guerre mondiale. Taux de chômage : 16 %, encore 9 % en 1941.

L'ESSOR

La crise de 1920-1921 est suivie d'une assez vive reprise dès la fin 1922, puis d'une période d'expansion industrielle de six ans, cependant entrecoupée de deux « mini-crises » en 1924 et en 1927. La production de masse « fordiste » règne sur les industries motrices (automobile, aéronautique, tracteurs, machines-outils …), devient paradigmatique et tend à se généraliser à des activités diverses. La croissance s'accompagne d'une concentration surtout verticale, elle se fait en privilégiant la production de moyens de production et de biens durables. Le taux de croissance moyen de la production industrielle entre 1924 et 1929 est supérieur à 4 % par an, la productivité du travail s'accroît de 43 % entre 1919 et 1929 [Galbraith, 1954, *1961*]. La croissance est soutenue par le dynamisme de l'investissement (le taux d'investissement est toujours supérieur à 20 % au cours des années vingt [Hautcœur, 2009, 34]), du logement jusqu'en 1926, par la demande de biens de consommation durables, souvent encore des biens de luxe, particulièrement de l'automobile qui se démocratise rapidement. La production de voitures passe de moins de moins de 1,9 millions en 1919 à 5,6 millions en 1929 [Gazier, 2009, 36]. Cette industrie, également les camions, les tracteurs, joue un rôle décisif par ses effets d'entraînement sur de nombreuses activités : pneumatiques et autres composants, carburants, raffinerie, équipements routiers etc. De

même la radio, le téléphone, les réfrigérateurs se vulgarisent au cours de la période.

Les salaires augmentent dans l'industrie, surtout dans les activités nouvelles, mais moins que la productivité, d'où la croissance des profits. Les inégalités s'accroissent fortement et retrouvent en 1929 le niveau très élevé qu'elles avaient au début du siècle [Piketty, Saez, 2006]. La consommation des couches populaires reste freinée par la modestie de la progression de leurs revenus, mais le recours au crédit à la consommation se développe rapidement, surtout pour l'achat de biens durables (automobile) et de logements, ce qui dynamise la demande. L'expansion est cependant insuffisante pour faire disparaître le chômage.

La hausse des prix est modeste et il y a même un léger recul de ceux des produits industriels[17] alors que la masse monétaire (M2) augmente notablement (de 38,58 milliards de dollars en 1924 à 46,60 milliards de dollars en 1929) et surtout la vitesse de circulation de la monnaie (de 1,8 début 1926 à 2,95 en octobre 1929) [Kindleberger, 1973, 61 ; Friedman 1970 ; Robbins, 1934, tableau XV, 217]. Sans doute est-ce dû à la forte croissance de la productivité (surtout dans l'industrie « fordiste ») et à la modestie de celle des salaires. On peut se rallier à la position de Keynes selon qui, s'il n'y eut pas d'inflation jusqu'au printemps 1928, à partir du milieu 1928 il y eut une « inflation de profit » (« *profit inflation* ») culminant en un boom au printemps 1929 et s'effondrant en automne 1929 [Keynes, 1930, II, 170] (*cf.* infra « Keynes et la Théorie générale », IV, 3).

On peut faire le lien avec les années 1990-2007 où l'accroissement de la masse monétaire se traduisit seulement par une inflation d'actifs immobiliers et financiers. Tel est le cas lorsque l'offre de monnaie s'accroît vivement et que les salaires n'augmentent que modérément ou peu : la monnaie se dirige vers les marchés financiers et immobiliers ; l'inflation d'actifs gonfle la spéculation et fait émerger des plus-values, d'où un enrichissement de « profiteurs », la croissance des inégalités.

Il est en effet un secteur dont l'expansion est impressionnante à la fin des années '20, le marché boursier. Il est soutenu par la croissance des profits, le dynamisme de l'investissement, la multiplication des

17 Les prix de détail qui étaient à l'indice 330 en 1919 tombent à 180 en 1921 et ne sont qu'à 198 en 1929 (ils tombent à 120 en 1933). L'indice des prix de gros (base 100 1926) est à 95 en juin 1924 et en juin 1929 (*Bureau of Labour Statistics*).

nouvelles usines, la concentration des entreprises, le développement de l'endettement. Il l'est surtout par deux idées, quasiment généralisées à partir de 1924-1925 et que l'on retrouve sous des formes quasi identiques dans toutes les « bulles » financières : la première est que l'économie est entrée dans une « *new area* » caractérisée par une expansion illimitée, régulière, appuyée sur le crédit ; la seconde est que le marché boursier est efficient et qu'il reflète fidèlement l'évolution de l'économie « réelle ».

Jusqu'en 1927, la hausse des cours des actions reste proportionnée à celle des dividendes. À partir de l'été 1927, les cours s'envolent et le rapport des cours aux dividendes (*price-earning ratio* ou PER) augmente fortement. Cela aurait dû faire réfléchir les spéculateurs. Mais non, ils en tiraient la conclusion que, le marché ne pouvant se tromper, les cours ne faisaient qu'anticiper la hausse des profits (une croyance typique des « bulles »). La hausse a été accentuée par une politique monétaire accommodante (importantes opération d'*open market*[18] et légère baisse du taux d'escompte de 4 % à 3,5 %) décidée après la visite de « trois pèlerins imposants » [Galbraith, 1954, *1961*, 35] en juillet 1927, Montagu Norman, gouverneur de la *Bank of England*, Hjalmar Schacht, gouverneur de la *Reichsbank* et Charles Rist, sous-gouverneur de la banque de France, venus aux États-Unis pour obtenir l'assouplissement de la politique monétaire américaine afin de soutenir le sterling[19]. Selon Lionel Robbins [Robbins, 1934, *1935*, 74][20] : « Depuis cette date, la situation s'est complètement déréglée ». Même si ce fut un encouragement à la spéculation, une telle conception est réductrice puisque la récession s'installait alors aux États-Unis et que c'est essentiellement sur une base interne que la Fed mena cette politique d'ailleurs efficace : l'expansion fut relancée. Le PER était alors normal, il n'y avait pas de « bulle financière » (elle ne se formera vraiment qu'en 1928) et il n'était pas illégitime de relancer modérément et d'éviter à l'Angleterre les sorties d'or.

---

18 De juillet à octobre 1927, la Fed injecte plus de 500 millions de dollars.

19 Benjamin Strong avait été le principal collaborateur de Montagu Norman, le gouverneur de la *Bank of England*. Norman était aussi ami avec Schacht (Schacht devenu ministre des finances de Hitler réussira à obtenir de Norman, après l'invasion, le transfert de l'or de la Tchécoslovaquie à l'Allemagne nazie).

20 Friedman et Schwartz pensent également que l'effet de cette baisse fut important. Ils estiment surtout que les dirigeants de la Fed auraient dû clairement choisir entre deux objectifs, soutenir l'activité économique et ralentir la spéculation.

VERTIGE DE HAUSSE

Entre le 24 août 1921 (minimum) et le 3 septembre 1929 (maximum), Wall Street voit le Dow Jones passer de 64 à 381, soit une multiplication par six et l'accélération est nette à partir de septembre 1928. Les cours doublent pratiquement en 21 mois. Les valeurs phares montent très rapidement, les « *blue chips* », General Motors, RCA (radio), General Electric, ITT (téléphonie), Du Pont. Le nombre d'actions échangées explose, cinq millions, six millions chaque jour, ce qui aurait été inconcevable quelques années plus tôt.

La durée et la force du marché haussier étaient exceptionnelles. Il aurait pu se terminer au début de 1928, en juin et en décembre 1928, mais Andrew W. Mellon (secrétaire d'État au Trésor) déclara « il n'y a pas de raison d'être inquiet, la marée haute de la prospérité continuera » [Galbraith, 1954, 41] ou les 25-26 mars 1929, mais Charles E. Mitchell (directeur de la *National City Bank*) alias « Sunshine Charley », annonça que sa banque prêterait tout l'argent nécessaire pour éviter la baisse en empruntant elle-même à la banque fédérale de New York, ce qu'elle fit (25 millions de dollars). Les paroles d'encouragement émanant d'autorités légitimes, des lobbies haussiers et de leurs journaux jouèrent un rôle important pour faire prospérer le « *great bull market* » alors même que l'inquiétude gagnait parmi les responsables de la Fed. Dans ses *Mémoires*, Hoover qui vient d'être intronisé (le 4 mars 1929) dira avoir été inquiet. Un des rares banquiers à voir le risque d'un désastre après un fatal effondrement du marché était Paul A. Warburg. Roger Babson fut l'un des rares économistes et, dans la presse, pratiquement seul le New York Times (de Alexander D. Noyes) à attirer l'attention sur les risques de cette spéculation folle.

La Fed choisit de contrer la spéculation et de ralentir les sorties d'or des États-Unis vers la France (du fait de la politique de Poincaré) : elle hausse encore son taux d'escompte (en août 1929, il atteindra 6 %) et se livre à d'intenses opérations d'*open market* pour drainer les liquidités du système bancaire (les trois quarts du stock de titres gouvernementaux de la Fed sont vendus). Comme le souligne Hamilton [1987] « quantitativement, il est difficile d'avoir une politique plus restrictive ». Cette politique de contraction de la liquidité ne réussit pas à refroidir le marché, mais elle réussit à faire chuter l'économie réelle. Le resserrement

était contre indiqué d'un point de vue conjoncturel ; le ralentissement se faisant déjà sentir, il aurait été nécessaire de réduire les taux (d'autant qu'il n'y avait guère de tensions inflationnistes). Ajoutons qu'en 1929, la politique monétaire était devenue restrictive partout dans le monde [Eichengreen, 1992].

En juin 1929, Irving Fisher proclame « le prix des action a atteint ce qui paraît être un plateau permanent » ajoutant « je compte voir dans quelques mois le marché bien plus haut qu'il n'est aujourd'hui ». Pendant tout l'été 1929, la spéculation continue de se déchainer sur les *blue chips*. Le 3 septembre, le marché atteint son maximum, le 5 il se retourne. Si Irving Fisher reste optimiste (les dividendes continuent de monter, il existe un grand nombre de placements intéressants, diversifiés et par conséquent « il peut y avoir une baisse du cours des actions, mais rien de la nature d'une catastrophe »), en revanche Roger Babson affirme (il le disait depuis deux ans) « une catastrophe arrive et elle peut être terrible » et il conclut : « Les usines fermeront … les hommes seront mis à la porte … le cercle vicieux se mettra à tourner et le résultat sera une sérieuse dépression des affaires » [Galbraith, 1954, *1961*, 110][21]. Le 5 octobre 1929, alors que les cours tombent fortement, les économistes (« au conservatisme inattaquable » comme l'écrit Galbraith) qui avaient construit le célèbre baromètre de Harvard continuent d'affirmer : « une crise sévère comme celle de 1920-1921 est hors de toute probabilité … une liquidation prolongée des actions parait improbable » (ils avaient d'ailleurs échoué à prévoir la crise de 1921), et ils persévèrent dans l'erreur jusqu'à la liquidation du baromètre en 1930.

Pour comprendre le « *great bull market* » jusqu'en 1929, puis le retournement en un « *great bear market* », il faut mettre l'accent sur le jeu de la spéculation, le rôle des *brokers*, des *Investment trusts*, les effets de levier qu'ils mettent en œuvre. Et sur le développement d'un état d'esprit spéculateur.

Le nombre de ceux qui interviennent sur le marché financier s'est gonflé pendant les années vingt et on estime qu'en 1929 il y aurait autour d'un million et demi d'acteurs, dont seulement 600.000 spéculateurs à crédit (700.000 au maximum) sur un nombre de 29 à 30 millions de

21 « *[A] crash is coming, and it may be terrific. … The vicious circle will get in full swing and the result will be a serious business depression. There may be a stampede for selling which will exceed anything that the Stock Exchange has ever witnessed. Wise are those investors who now get out of debt* », discours à l'*Annual Business Conference in Massachusetts* le 5 septembre 1929. Le discours suffit à faire baisser Wall Street de 3 % (on parle du « *Babson Break* »).

familles (123 millions d'habitants). C'est peu par rapport à aujourd'hui, mais à l'époque, le chiffre est considérable, d'autant qu'il s'agit souvent de grandes fortunes (même s'il y eut aussi de petites opérations) et qu'il faut tenir compte de la spéculation par des entreprises, des institutions financières.

Surtout, comme le note Galbraith, « le fait le plus marquant de la spéculation boursière de 1929 n'était pas son caractère massif, mais plutôt la façon dont elle devint le centre même de la vie du pays » [Galbraith, 1954, *1961*, 103][22]. Effectivement la vie des affaires et l'existence sociale des classes supérieures étaient rythmées par Wall Street tandis que se déchaînait l'esprit d'avidité (*greed*). Un temps de gains financiers considérables et rapides, parfois par des moyens voisins de l'escroquerie, de folles dépenses, de « parvenus » étalant leur richesse nouvelle. Il ne s'agissait pas seulement d'avidité individuelle, de recherche égoïste du profit, mais d'un changement des mentalités dans le cadre d'un *système d'avidité spéculative*. D'où les réactions à ce qui est perçu comme un basculement des valeurs, réactions à droite de la vieille bourgeoisie ou de l'aristocratie, à gauche du peuple. La littérature, le cinéma s'en emparent. *Greed*, le film d'Erich von Stroheim, est de 1924. Lorsque la crise réduira à la misère des millions d'hommes, la confrontation des deux mondes deviendra insoutenable. À la fin du *Dictateur* (1940) de Chaplin, le discours du petit barbier juif grimé en Hitler a comme thème central l'idée que l'avidité a mené l'humanité à cette catastrophe : « L'avidité a empoisonné l'esprit des hommes, a barricadé le monde de haine, nous a fait sombrer dans la misère et le sang versé[23] ». Ceux qui virent le film pendant les « Trente Glorieuses » comprenaient difficilement ce caractère central donné à l'avidité dans la montée du nazisme et la guerre. Mais depuis le début du XXIe siècle, l'actualité du discours du barbier saute aux yeux.

Dans les années vingt, le marché à terme n'est pas encore institué et la spéculation se faisait en achetant des actions à crédit par le recours à des courtiers (*brokers' loans* ou *margin loans*), les *brokers* qui avancent une partie des sommes investies. Les spéculateurs leur empruntent 60 %

22 Telle était la position du *U.S. Senate Committee on Banking and Currency, Stock Exchange Practices*, Report No. 1455, Washington : USGPO, 6 juin 1934 : des spéculateurs peu nombreux qui cependant ont mis en péril les meilleurs actifs.

23 « *Greed has poisoned men's souls, has barricaded the world with hate, has goose-stepped us into misery and bloodshed* ».

à 70 % du prix des actions, celles-ci servant de garantie aux courtiers. Notons que ces marges « en cash » de trente à quarante pour cent ne sont pas faibles. À l'été 1929, les marges demandées aux spéculateurs augmentent même avec l'accroissement des risques, ce qui ne freine pas la spéculation. Ceux-ci empruntent à leur tour aux banques et de plus en plus à des entreprises et à l'étranger à des taux qui deviennent sans commune mesure avec ceux du marché monétaire. Un énorme flux d'argent est drainé des États-Unis eux-mêmes et d'Europe pour financer ces prêts aux spéculateurs. La croissance des prêts des *brokers* est spectaculaire (de 2,5 milliards de dollars en janvier 1927 à plus de 8 milliards en septembre 1929, à l'été 1929, ces prêts augmentent de 400 millions par mois), elle donne une idée juste du niveau atteint par la spéculation (la courbe des prix des actions correspond à l'évolution de ces prêts). Un des facteurs de la croissance des *brokers loans* est que, lorsque de nouvelles émissions ont lieu en Bourse, que de nouvelles sociétés sont introduites (et elles sont très nombreuses alors : leur nombre double tous les ans entre 1920 et 1929), les banques d'affaires et les *Investment trusts* soutiennent les titres pendant qu'ils les placent sur le marché en les achetant à crédit.

Il aurait fallu agir sur ces prêts ; cependant les variations du taux d'escompte et la politique d'*open market* n'ont aucun effet sur eux dans la mesure où les taux d'intérêt pratiqués sont beaucoup plus élevés que ceux du marché monétaire et que les prêteurs ne sont plus des banquiers (ceux-ci ne se retirent pas du marché des prêts, mais ils n'augmentent pas leurs apports), mais des hommes d'affaires et des entreprises du monde entier attirés par les taux « usuraires[24] » (des taux de 15 %). Ainsi, aux entreprises qui spéculent directement en achetant des titres à crédit, s'ajoute celles qui le font indirectement en prêtant aux courtiers. Le lien, nouveau, entre des entreprises non financières ou des particuliers fortunés et la spéculation par l'intermédiaire de ces prêts favorisera la contagion du marché financier à l'économie productive.

Les achats d'actions à crédit, comme toutes les opérations avec effet de levier, permettent des taux de profit très élevés … lorsque les cours montent. Lorsqu'ils baissent, les spéculateurs perdent leur mise tandis que la valeur du collatéral chute amenant les courtiers à demander aux spéculateurs de venir compléter leur couverture. Ce sont les célèbres

24 Les non-banques prêtent 40 % aux courtiers en 1920, presque 80 % en 1929.

« *margin calls* » qui, avec la crise boursière, vont avoir des conséquences tragiques.

En outre, à partir de 1927, se développent à une vitesse extraordinaire les *Holdings companies* (elles n'ont comme objet que de posséder d'autres sociétés) et les *Investment trusts*. Les banques d'affaires eurent pratiquement toutes leur *Investment trust*, des plus imposantes (comme J. P. Morgan) aux plus modestes. Il s'agit de fonds communs de placement qui émettent un nombre donné d'actions (le fonds est dit « fermé ») négociables à la Bourse, les fonds apportés par les souscripteurs (généralement complétés par des fonds empruntés pour l'effet de levier) étant placés en achats de titres divers. Le cours de l'action de l'*Investment trust* peut être supérieur à la valeur des titres qu'il possède, déduction faite des emprunts (d'où une prime au bénéfice de l'actionnaire de l'*Investment trust*, inversement, un *discount*). Si la transparence était assurée, il n'y aurait guère de différences, mais ce ne fut pas le cas, les manipulations étant fréquentes, les *Investment trusts* et les *Holdings companies* rachetant leur propres titres pour les soutenir, une pratique dangereuse alors courante.

Une « merveilleuse innovation » fut de « pyramider » les *Holding compagnies* ou les *Investment trusts*, l'une possédant les actions d'une autre qui elle-même pouvait en détenir une troisième, etc., ces acquisitions se faisant à chaque tour avec des effets de levier, d'où une croissance « pyramidale » des taux de profit, du moins tant que les cours montaient. Galbraith [1954, chap. 4] donne l'exemple des holdings de Samuel Insull et des frères Van Sweringen, des pyramides qui avaient une « profondeur » de six *companies*, celle tant admirée alors pour son esprit entrepreneurial, d'Harrison Williams qui réunissait une *Holding--company* et un *Investment trust* et qui, à l'été 1929, atteignait une valeur de marché autour du milliard de dollars.

Tard venue, la banque Goldman Sachs créa la *Goldman Sachs Trading Corporation* en décembre 1928 que le banquier et célèbre économiste W. Catchings dirigeait (sur les idées de William Foster et Waddill Catchings, *cf.* supra, « "Le chien dans la mangeoire". La sous-consommation et l'excès d'épargne d'Hobson à Foster et Catchings »). Cette société d'investissement émit un million de titre de 100 dollars, tous souscrits par la banque. Celle-ci en revendit 90 % au public (à 104$) et début février l'action valait 136 dollars ; après une fusion avec un autre *Investment trust*, *Financial and Industrial Securities Corporation*, l'action

atteignit 226 dollars. Ce cours n'était pas dû au seul enthousiasme du public, mais au fait que la *Trading Company* avait racheté plus de la moitié de ses propres actions, faisant monter les cours. Une construction en « poupées russes » : les actifs censés supporter la valeur des actions *Trading Corporation* étaient … ces actions elles-mêmes, une escroquerie pas si différente de « chaînes de Ponzi[25] » racontée par Galbraith dans *The Great Crash* (« *In Goldman, Sachs we trust* »). La boule de neige pouvait continuer indéfiniment. En mars, la banque prit son bénéfice et revendit ses propres actions à William Crapo Durant, le grand financier et industriel (qui finira ruiné), lequel les revendit au public.

Ce n'est pas tout ! La banque ayant découvert l'effet de levier et l'emboitement d'*Investment Trusts*, elle ne s'en priva pas. En juillet 1929, elle lança (avec Harrison Williams), la *Shenandoah Corporation* qui émis pour plus de cent millions d'actions à 17,5 dollars qui furent poussées à 36 dollars. Shenandoah, vingt-cinq jours plus tard, lança à son tour *Blue Ridge* au capital de 142 millions de dollars, évidemment souscrits pour la plus grande partie par *Shenandoah*. Presqu'immédiatement la *Goldman Sachs Trading Corporation* acquit un autre *Investment Trust*, le *Pacific American Associates*, lequel venait lui-même d'acquérir divers plus petits *Investment trusts* (et possédait une grande banque commerciale, l'*American Trust Company*). À chaque fois, l'endettement accompagnait l'opération de lancement ou d'acquisition d'un nouvel *Investment trust*, d'où la démultiplication de l'effet de levier, et l'explosion des taux de rendement. La pyramide se développait comme à l'infini, les actions d'un *Investment Trust* étant possédées par un autre *Investment Trust* (ainsi les 7.250.000 actions initiales de *Blue Ridge*, 6 250 000 étaient détenues par *Shenandoah* dont les actions étaient détenues largement par *Goldman*

25 Charles Ponzi est un escroc qui mit au point un système consistant à emprunter à des taux d'intérêt très élevés et à utiliser les nouveaux emprunts pour payer ces intérêts. Il monte cette chaîne à l'orée de la grande période spéculative, en 1919 (il n'en est pas l'inventeur, mais un certain Zarossi pour la banque duquel il travaillait, il fut d'ailleurs condamné à cette occasion, mais pour une fraude mineure). Il promettait un intérêt de 30 % en 45 jours et de 240 %/an. Un tel système se condamne lui-même et les derniers « joueurs », comme dans toutes les chaines, sont les perdants. La fraude sera découverte en 1920. Il y eut approximativement 40 000 « victimes » (victimes ambigües puisque le niveau du taux d'intérêt ne pouvait que conduire à penser qu'il y avait là quelque chose d'anormal, d'ailleurs les premiers à jouer avec Ponzi empochèrent les intérêts). Une chaîne de Ponzi sera mise en place par Bernard Madoff et l'escroquerie sera révélée en 2008, lors de l'éclatement d'une autre crise majeure. Elle eut une toute autre ampleur (la fraude porterait sur 70 milliards de dollars) et durée.

Trading). Évidemment, à la baisse, les effets de levier et d'emboitement se retourneront en *deleverage* géant : l'action Shenandoah terminera à 50 cents.

Si le *Great bull market* est remarquable par sa durée (sept ans, de 1922-1929) et par l'intervention de nouveaux acteurs et d'innovations financières, l'ampleur de la bulle (1928-1929) n'a pourtant rien d'extraordinaire par rapport aux grandes crises antérieures, celles qui ont précédé les crises de 1873 ou (pour la France) de 1882. Depuis la *South Sea Bubble* jusqu'à celle qui a précédé le krach de 2008, toutes les bulles financières reposent sur des innovations financières, plus ou moins imaginatives et complexes, et à la base, il y a toujours l'argent facile, l'endettement excessif, l'effet de levier, l'art de dissimuler les risques et la croyance à la hausse indéfinie avec, en fin de parcours, des procédés artificiels de gonflement des cours, des escroqueries. Cela se fait dans une ambiance que l'on peut apparenter à l'ivresse, une ivresse de spéculation, d'avidité, non pas solitaire, mais de groupe, celle qui se répand et s'amplifie par mimétisme et du fait même qu'elle réussit, celle qui « prend la tête » de la société, mais n'épargne pas les classes moyennes.

PREMIERS CRAQUEMENTS

Aux États-Unis, les premières difficultés de l'économie « réelle » apparaissent dès le printemps 1929. Les ventes d'automobiles et la production d'acier chutent, la construction d'immeubles est encore plus morose. L'indice de la production industrielle commence à décliner en juin 1929. Le NBER donne août 1929 comme le moment du retournement à la baisse. Pendant les deux mois jusqu'au krach, la production industrielle, les prix de détail et les revenus tombent respectivement de 20 %, 7,5 % et 5 % [Friedman, Schwartz, 1963]. La politique de restriction monétaire menée depuis 1928, et encore en août 1929, a hâté un retournement déjà prévisible et qui n'avait rien d'étonnant après sept ans d'expansion. La récession a donc précédé l'effondrement boursier.

L'étincelle qui mit le feu au baril de poudre spéculatif fut, le 20 septembre, la faillite frauduleuse d'un empire industriel[26] construit par un homme d'affaire anglais aux pratiques douteuses, Clarence Hatry, et la

26 À la base de cet empire, des appareils photographiques automatiques (photomaton). À coup d'audace et d'escroqueries, il avait atteint les hautes sphères de la finance, multiplié les *Investment trusts*.

réaction de la *Bank of England*. La chute de la bourse de Londres force des spéculateurs britanniques à vendre leurs actifs à Wall Street et surtout Montagu Norman, gouverneur de la *Bank of England*, va répondre à la chute des cours *en élevant* le taux d'escompte au taux de 6,5 % (le plus élevé depuis 1920). Une politique paradoxale, très dangereuse, destinée à faire revenir les capitaux anglais qui s'investissent à Wall Street (en achats de titres et en prêts aux *Brokers* américains). Norman, en agissant ainsi, impose une nouvelle couche de déflation à l'économie anglaise, et il provoque effectivement d'importants retours de capitaux de New York vers Londres, prenant le risque délibéré de « casser » le marché haussier new-yorkais.

Pendant un mois, les cours chutent à Wall Street, mais le marché semble encore hésiter. Ce n'est que le samedi 19 octobre que les pertes sont massives ; le lundi, après une nouvelle chute, le marché se reprend. Est-ce une simple et forte correction ? (« la chute, explique I. Fisher, est seulement une secousse qui a liquidé la frange des fous » [Galbraith, 1954, *1961*, 121]).

Non, arrivent les trois *Black days* ! Le jeudi 24 (*Black Thursday)*, c'est l'effondrement, 13 millions de titres sont échangés dans la panique. Suivons la relation de Galbraith « Vers onze heures, le marché avait dégénéré en une mêlée folle et effrénée pour vendre … Vers onze trente, le marché s'était abandonné à une frayeur aveugle et sans merci. C'était vraiment la panique[27] ».

« L'aide organisée » se met alors en place à la manière dont, en 1907, J. P. Morgan avait arrêté l'effondrement : les grands banquiers de la place décidèrent de se regrouper pour acheter, et ils le firent savoir. Ce fut un succès, la reprise fut immédiate et les gains des acheteurs considérables. Que se passât-il le lundi suivant 28 octobre (*Black Monday*) ? Y eut-il des prises de bénéfices ? Sans doute. Surtout, lorsque se leva une vague immense d'offres, « le soutien organisé » prit peur et, dès lors, les cours s'effondrèrent. Ce ne fut rien à côté du mardi 29 (*Black Tuesday*) où 16,4 millions de titres sont échangés. Et toute la semaine cela continua, puis tout au long des mois de novembre, de décembre « le pire continua sans cesse de s'aggraver. Ce qui paraissait un jour être la fin se révélait le

27 Galbraith, impitoyable, note qu'à midi trente un visiteur s'en allait ; c'était Winston Churchill, l'homme de la folle austérité anglaise : « Churchill, on peut l'imaginer, contemplait son terrible ouvrage » [Galbraith, 1954, *1961*, 123].

lendemain le commencement » [Galbraith, 1954, *1961*, 132]. À la fin de l'année, Wall Street avait perdu 35 %.

La panique gagne l'ensemble de l'économie tandis que la rumeur sur les suicides de spéculateurs enfle (de nombreux hommes d'affaires, des banquiers se seraient jetés du haut des gratte-ciel). De fait, le nombre de suicide a été considérablement exagéré[28], et il y en eut plus entre 1930 et 1933. La baisse des cours va durer, mis à part quelques reprises qui relancent l'espoir pendant un court moment, jusqu'en juin 1932. En terme de performance, 1930 est épouvantable, mais l'année 1931 est pire (on ne retrouvera une aussi mauvaise année qu'en 2008). La reprise sera timide fin 1932 ; en revanche 1933 sera une des meilleures années de l'histoire de Wall Street (en 1937, le marché rechutera durement, -35 %, la troisième plus mauvaise année de l'histoire, et même -49 % jusqu'au 31 mars 1938).

La Fed ne resta pas indifférente. Elle fournit de la liquidité aux banques fédérales afin qu'elles puissent contrer l'effondrement et prêter aux brokers pour éviter que l'ensemble de la profession ne fasse faillite (leur part dans les *brokers' loans* remonte de 15 % à 40 %), elle pratique une politique d'*open market* en rachetant aux banques leurs bons du trésor, elle baisse le taux d'escompte de 6 % à 2,5 % en juin 1930, ce qui reste encore beaucoup trop élevé, et à 1,5 % en mai 1931, ce qui est trop tard et à nouveau trop peu. Comme les prix baissent, l'intérêt réel reste beaucoup trop élevé. Ces politiques sont très loin d'empêcher l'effondrement de la masse monétaire. Nous y reviendrons.

Qu'elle est l'impact de cette crise boursière sur la crise économique ? Les historiens hésitent entre lui donner la part essentielle, comme c'est le cas de Galbraith, même s'il note d'autres causalités, et ils relativisent son rôle, soit par rapport aux causalités réelles, soit par rapport à la crise bancaire.

---

28 L'un des plus spectaculaire fut celui de J. J. Riordan en novembre 1929, un banquier démocrate. En mars 1932, le suicide à Paris d'Ivar Kreuger, un financier affairiste américain, fit l'effet d'un choc. Galbraith raconte, avec son humour (noir) le suicide de deux hommes qui sautèrent, les mains unies d'un étage supérieur du Ritz : « ils avaient un compte en commun » [Galbraith, 1954, *1961*, 151].

LE CHOC DU KRACH BOURSIER

Aujourd'hui, pour la plupart des économistes, le phénomène principal est la crise réelle ou les crises bancaires. Galbraith et Kindleberger mettaient plutôt en avant le « *Great crash* » et tel était le point de vue de la plupart des contemporains. Par son caractère spectaculaire, sa violence et sa durée, l'effondrement de Wall Street reste emblématique de la « Grande crise ». Elle est le choc majeur, le retournement brutal d'un optimisme irrationnel à un pessimisme sans fond concernant le rendement anticipé de l'investissement. Bien entendu, dire cela ne préjuge pas des explications, monétaires, réelles, institutionnelles et n'enlève rien à l'idée d'une catastrophe singulière due à de multiples facteurs réagissant les uns sur les autres, à des répercussions internationales, à des chocs en retour. Peut-être a-t-on été amené à relativiser aujourd'hui le rôle de la crise boursière en observant, depuis lors, des krachs sans récession (comme en 1987) et en redécouvrant les crises bancaires en 2008.

Le krach de Wall Street retentit dans le monde entier comme un coup de canon en pleine paix, même s'il était en partie escompté, voire souhaité par les banquiers centraux, et d'abord par la Fed. Lorsque la bulle éclate, de nombreux observateurs estiment que cela va assainir le marché. Andrew Mellon, l'inamovible secrétaire du trésor (il est resté en fonction sous la présidence des trois républicains partisans du « *Return to normalcy* », Harding, Coolidge et Hoover) est un partisan radical des thèses « liquidationnistes » (l'assainissement par la « purge », c'est-à-dire le krach, les faillites, le chômage[29]), il ne pouvait s'en effrayer. Pourtant l'onde de choc fut quasi immédiate et très profonde.

(1) Comme la peinture selon Leonard de Vinci, la conséquence majeure du krach boursier est « *una cosa mentale* », le retournement brutal des anticipations. L'économie américaine vivait au rythme de Wall Street pendant le boom, elle va continuer à le suivre pendant le Krach. Du jour au lendemain, les anticipations de profit des investisseurs, jusqu'ici artificiellement gonflées par l'optimisme boursier s'effondrent. John Maynard Keynes théorisera dans le chapitre 12 (l'un des plus importants) de sa *General Theory*, « *The State of Long-Term Expectation* », l'instabilité de court

29 « *liquidate labor, liquidate stocks, liquidate farmers, liquidate real estate […] it will purge the rottenness out of the system. High costs of living and high living will come down. People will work harder, live a more moral life. Values will be adjusted, and enterprising people will pick up from less competent people.* », [Hoover, 1952, 30-31].

terme des anticipations à long terme qui déterminent le volume des investissements. La convention (au sens de croyance partagée par les acteurs) sur la continuité de l'état des affaires[30] est fragile étant donnée l'absence de fondamentaux solides[31], elle s'effondre brutalement avec le krach[32]. Ceux qui hier encore investissaient sur la base d'anticipations de rendements des investissements de 4 % ou 5 % par an, révisent brutalement à la baisse celles-ci et ne prévoient plus que des rendements insignifiants ou négatifs. Le krach produit un brutal retournement de la vague d'optimisme qui affectait le volume effectif d'investissement en une vague inverse.

(2) Le krach boursier est, en lui-même, un choc déflationniste considérable. L'effet de ce choc sur une économie surendettée, chauffée au rouge par la spéculation, dotée d'institutions financières aventurées n'est pas niable. Le choc de la crise boursière, en effondrant la valeur des actifs financiers, accroît le poids réel des dettes, pousse au désendettement, d'abord des spéculateurs, et puis de tout le monde en même temps, entreprises, banques, ménages.

Regardons de plus près ce qui s'est passé alors.

Le krach financier affecte d'abord les spéculateurs à la hausse (*long position*) puisque la chute des cours produit un retournement de l'effet de levier. Ainsi une action acquise à 100 dollars avec seulement 20 dollars comptant et 80 dollars d'emprunt auprès d'un courtier ne vaut plus que 70 dollars. Ce dernier s'estimant insuffisamment garanti, il expédie au spéculateur un de ces « *margin calls* » qui vont acquérir leur célébrité pendant cette crise : « veuillez fournir un complément de garantie de 10 dollars », où nous serons obligé de vendre vos titres. Si le spéculateur veut continuer sa spéculation, il doit puiser dans ses liquidités, ou vendre d'autres actifs (qui baissent à leur tour), et prendre le risque de recevoir un futur « *margin call* » encore plus élevé. S'il abandonne, l'action est

30 L'hypothèse selon laquelle l'état actuel des affaires continuera indéfiniment, à moins que l'on ait des raisons précises de penser qu'il va y avoir un changement [Keynes, 1936, 152].

31 « *We are assuming, in effect, that the existing market valuation, however arrived at, is uniquely correct in relation to our existing knowledge of the facts which will influence the yield of the investment, and that it will only change in proportion to changes in this knowledge […] Nevertheless the above conventional method of calculation will be compatible with a considerable measure of continuity and stability in our affairs*, so long as we can rely on the maintenance of the convention. » [Keynes, 1936, 152].

32 « *Thus certain classes of investment are governed by the average expectation of those who deal on the Stock Exchange as revealed in the price of shares, rather than by the genuine expectations of the professional entrepreneur.* » [Keynes, 1936, 151].

vendue, il a perdu sa mise, et il doit encore 10 dollars au courtier, et pour cela il doit vendre d'autres actifs. De toute manière, la pression à la baisse s'accroît, les « *margin calls* » se généralisent et les opérateurs trop engagés risquent la faillite. À ces ventes obligées viennent s'ajouter celles des spéculateurs à la baisse (*short position*). Si des banques ont spéculé, leurs liquidités, leurs fonds propres, éventuellement leur solvabilité sont affectés, et donc leur capacité à prêter.

Les *brokers* qui prêtent aux spéculateurs voient leurs créances fondre avec la chute des cours, les faillites des opérateurs. Et à l'arrière plan, les banques de New York et tous ceux qui ont prêté aux courtiers, surtout des entreprises non financières, sont affectés (particulièrement les deux plus grandes banques, la *Chase* et la *National City Bank*). Si les pertes des courtiers et des banques furent importantes, la banque centrale intervint et il n'y eut pas de crise bancaire avant octobre 1930 (aucune des banques affiliées au système fédéral et aucun courtier ne suspendit ses activités).

Le choc fut sévère sur les *Investment trusts* et les *Holding companies* nés récemment et bâtis sur des « pyramides » d'endettement permettant des leviers exorbitants. Le retournement des effets de levier produit leur effondrement : en moyenne, leurs actions tombent en 1930 à 19 % de leur valeur de septembre 1929. *Goldman Sachs Trading corp.*, l'*Investment trust* « pyramidal » créé en 1928 par la banque Goldman Sachs, s'effondre (en 1930 ses actions ne sont plus qu'à 4 % de leur valeur de septembre 1929), les sociétés qu'il contrôle (*Blue Ridge* d'abord, puis par contrecoup, *Shenandoah*) sont liquidées et finalement le banque dû prendre sa perte, liquider son *Investment trust* pour retrouver un chemin raisonnable. Autre exemple, *United Founder*s (qui avait été créé avec des fonds propres de base de 500 dollars et qui en 1929 valait 600 millions) s'effondre. Parmi les *Investment Trusts* de la récente vague d'innovation, presque seul *Lehman Corp.* qui avait évite les excès spéculatifs et le surendettement, s'en sort indemne.

Le phénomène de *deleverage* et de *debt-deflation* touche également les entreprises non financières. D'abord celles qui avaient participé à la frénésie en plaçant leur trésorerie chez les courtiers ou directement en spéculant, connaissent d'importants problèmes de liquidité qui ont, semble-t-il, joué un rôle important de transmission à l'économie réelle (Kindleberger insiste sur cet aspect). Quant aux entreprises qui ne s'étaient pas aventurées sur le marché financier, elles sont souvent

lourdement endettées et particulièrement celles du secteur des nouvelles technologies et des nouveaux produits (automobile, radio, électricité …). Elles ont contractées des dettes pour leur création, l'extension de leurs affaires et le rachat d'entreprises.

Si, selon Irving Fisher, ces dettes sont les plus élevées jamais atteintes, à la fois en nominal et en termes réels (*cf.* infra), rapportées au GNP, elles ne sont pas extraordinaires [Johsua, 1999, 102][33]. Mais le problème essentiel est l'incroyable baisse des prix entre 1929 et mars 1933 : la valeur du dollar s'est accrue de 75 % (les prix ont diminué de 43 %) ! *Le poids réel de ces dettes augmente* donc ou, en d'autres termes, tandis que les dettes nominales ne se réduisent que peu (par le désendettement, 20 %), la valeur de la richesse totale (*National Wealth*) s'effondre (de 60 %). Là est le phénomène majeur que Fisher qualifie de *debt-deflation*.

Les banques, obligées de soutenir les *brokers* ou prises dans les difficultés des *Investment trusts*, voyant elles-mêmes fondre leurs créances et leur capital, ne prêtent plus et refusent de renouveler les dettes arrivées à échéance. Les entreprises sont amenées à liquider leurs stocks, à vendre leur production à prix cassés, les prix baissent encore renforçant le problème. Les pertes amputent le capital. La course aux liquidités se généralise.

Le résultat est une réduction très rapide de la production industrielle. En novembre 1930, la chute est de 26 % par rapport au même mois de 1929. Entre l'été 1929 et la fin de l'année, la production automobile passe de 440.000 véhicules à moins de 100.000, ce qui s'explique avant tout par la formation antérieure de stocks suivie d'un déstockage massif. En 1929, il y eut 23.000 faillites d'entreprises commerciales et industrielles (31.800 en 1932).

Irving Fisher hétérodoxe : la *debt-deflation*

Irving Fisher caractérise par l'expression *debt-deflation* (déflation par la dette) une dynamique responsable des grandes crises [Fisher, 1933 ; Dimand 1994 ; 1998 ; Boyer, 1988 ; Gomez Betancourt, Vila, 2015] : une « course » entre la poursuite du désendettement par les acteurs et, via la baisse des prix, la hausse du poids réel de la dette. Avec cette théorie Fisher opère une révolution par

33 Elles ont en effet profité du boom pour se financer par des émissions d'actions (plutôt qu'en recourant aux obligations), mais le problème n'est que déplacé, les actions ayant été souscrites à crédit.

rapport à son œuvre antérieure (et aux thèses néo-classiques autorégulatrices). Au début de la crise, ses erreurs de diagnostic dues à ses certitudes quantitativistes lui avaient fait perdre son crédit d'économiste et sa fortune. Fisher est un scientifique de type obsessionnel. Il considérait sa théorie quantitative comme une vérité absolue, démontrée théoriquement et empiriquement. D'où son effarement devant l'approfondissement de la crise. Au prix d'une crise personnelle, il réagit : sa théorie doit être corrigée de fond en comble.

Fisher avait déjà, nous l'avons vu (*cf.* supra « La monnaie hégémonique. L'Anglais Hawtrey et l'Américain Fisher »), analysé les périodes de transition entre deux équilibres et expliqué que, pratiquement, dans un monde où tout bouge, où tout réagit sur tout, les économies sont toujours en déséquilibre[34] tout en tendant perpétuellement vers l'équilibre. Le *cycle du crédit* qui rythme ces périodes constituait la dynamique du retour à l'équilibre. En d'autres termes, l'équilibre lui paraissait stable : le bateau tangue en haute mer, mais plus le gîte est fort, plus la force de rappel est importante. Comment expliquer que cette force de rappel ait laissé place à des forces déséquilibrantes, cumulatives qui vont le faire chavirer.

Dans *Booms and Depressions* [1932] Fisher modifie son point de vue, faisant même comme s'il ne s'était jamais intéressé au cycle des affaires[35]. La monnaie peut affecter le niveau de l'activité, non plus temporairement, mais en générant des phénomènes cumulatifs. La passivité des autorités monétaires devient catastrophique si elles laissent se développer une telle dynamique cumulative d'approfondissement de la crise. Une politique monétaire active s'impose pour lutter contre la déflation[36].

Dans « The Debt-Deflation Theory of Great Depressions » [1933], Fisher va synthétiser sa thèse, la rendre percutante. La proximité avec l'analyse par Wicksell (*cf.* supra, « Impulsion monétaire et effets réels. Wicksell et ses émules ») de la déflation cumulative est claire puisque dans les deux cas, dans une hypothèse de monnaie devenue endogène (où la demande de crédit fait l'offre de crédit) un désendettement produit la baisse de l'offre de monnaie et des prix, donc l'accroissement du poids de la dette. Les deux logiques sont cependant différentes.

À partir de 1932, Fisher ne croit plus au « cycle des affaires » comme dynamique du rééquilibre, au « pendule » ou au bateau qui tangue, mais à une pluralité de phénomènes divers, certains cycliques, d'autres non, qui se combinent et se surajoutent. Après avoir évoqué les théories du cycle et des

34 Comment imaginer l'océan Atlantique sans vagues, reprend-il dans *The Debt-Deflation Theory* (§ 11). C'est le « marché permanent » de L. Walras et la même image (le lac agité par le vent).

35 « *The vast field of "business cycles" is one on which I had scarcely ever entered before, and I had never attempted to analyze it as a whole* » [Fisher, 1932, VII], ce qui est pour le moins exagéré, la vérité est qu'il le considérait comme se rééquilibrant spontanément.

36 Rappelons que le jeune Fisher, par crainte des effets réels de la déflation, avait laissé apparaître, non pas sa sympathie, mais sa compréhension pour les thèses « populistes » de W. J. Bryan et des « silveristes » (même si le remède qu'ils proposaient n'était pas le bon).

crises, il explique que les facteurs généralement avancés (surproduction, sous--consommation, surinvestissement, excès d'épargne, désajustement entre prix industriels et prix agricoles …) ne jouent qu'un rôle secondaire dans les grandes dépressions, celles qui l'intéressent maintenant et dont les facteurs essentiels sont « d'abord le surendettement et, tout de suite après, la déflation », deux graves maladies (Fisher aime les métaphores maritimes ou médicales [Cot, 2013]).

Partons d'une situation où une économie est surendettée[37]. Le drame se noue avec la prise de conscience de cette situation par une fraction des acteurs, particulièrement des entreprises à la structure de bilan dégradée. Elle les conduit à se désendetter en vendant « en catastrophe » les biens et des actifs, d'où une baisse de leurs prix. Celle-ci est renforcée dans la mesure où, les prêts étant remboursés, les dépôts bancaires et la vitesse de circulation de la monnaie (M' et V' dans l'équation de Fisher) se réduisent (« *the tendency* [*of over-indebtedness*] *to break down the price level through distress selling, contraction of deposit currency, and slackening of its velocity* »).

Du fait de la déflation, le poids réel des dettes augmente par rapport à la valeur des actifs et à l'ensemble des revenus (ou à la valeur ajoutée). Lorsque tout le monde cherche à se désendetter en même temps, une véritable panique de désendettement peut s'ensuivre, la baisse générale des prix accroissant toujours plus la poids réel des dettes. Il y a une course entre le désendettement et la baisse des prix, donc la hausse du poids réel des dettes. Lorsque le surendettement est modeste, la tendance rééquilibrante est forte (§ 33), mais lorsque le surendettement est suffisamment grand, si un brutal désendettement provoque une forte déflation, la valeur réelle des dettes peut augmenter à tel point que la réduction de leur encours nominal est surcompensé. La baisse des prix l'emporte sur le désendettement et alors « plus on se désendette, plus on est endetté » (§ 32)[38] : non plus l'autorégulation, mais un cercle vicieux (« *vicious spiral* »), et là est le secret des grandes dépressions. Le bateau gîte de plus en plus et finit par chavirer, sauf si une politique de reflation intervient. Le danger, avec la prise de conscience du surendettement, c'est lorsque tout le monde se décide, ou est forcé, de se désendetter en même temps ! [Krugman, 2012].

Fisher précise qu'entre 1929 et (mars) 1933, la dette réelle augmente de 40 % : si le désendettement a réduit la dette interne totale des américains de

37 Il faut attendre le § 44 pour que Fisher explique comment nait le surendettement. Généralement, à l'origine une innovation (schumpetérienne) élève les anticipations des rendements futurs nettement – et durablement – au-dessus du taux d'intérêt (l'argent facile est toujours une condition nécessaire). La marche au surendettement passe par plusieurs phases comme : 1) l'attrait des anticipations de profit à long terme ; 2) l'espoir de réaliser une plus-value en capital à court terme ; 3) la généralisation de la croyance en un enrichissement sans risque (du fait de l'accoutumance au succès) ; 4) le développement des fraudes.

38 « *deflation caused by the debt reacts on the debt. Each dollar of debt still unpaid becomes a bigger dollar, and if the over-indebtedness with which we started was great enough, the liquidation of debts cannot keep up with the fall of prices which it causes. In that case, the liquidation defeats itself* » (§ 32).

20 %, la valeur du dollar s'est accru de 75 %. De même, si cette dette s'est réduite de 200 milliards de dollars à 160 milliards, la chute des prix a fait baisser la « richesse nationale[39] » de 362 milliards de dollars à 150 (58 %) : le poids de la dette par rapport à la richesse nationale a doublé. La dette réelle est devenue insoutenable. Et ce qui est vrai de la dette privée l'est de la dette publique.

Le pire dans ce naufrage est l'effondrement de l'économie réelle dû à la déflation. La détérioration des bilans des entreprises fait baisser les profits, induit des pertes, produit des faillites, conduit les entreprises à réduire la production, l'emploi des hommes et des machines. Et ces phénomènes viennent encore conforter le pessimisme et la perte de confiance, d'où, nouvelle rétroaction négative, un accroissement de la thésaurisation, une nouvelle baisse de la vitesse de circulation de la monnaie, et l'accélération de la baisse des prix.

Si on laisse les choses aller naturellement (« *to let the nature take her course* »), on aboutira à la banqueroute (quasi) générale, au chômage de masse, à la famine. Pour l'éviter, il suffit de mener une politique de reflation, de revenir au niveau normal (ancien) des prix. On évite ainsi de passer de ce qui n'est qu'un grippe (le désendettement) à une pneumonie mortelle (la déflation qui s'y ajoute). Et c'est précisément la politique que Roosevelt a mise en œuvre dès mars 1933, et réussie.

Pour I. Fisher, le processus cumulatif de croissance du poids réel des dettes avec le désendettement passe par la baisse du niveau général des prix. C'est ce qui se passe entre 1929 et mars 1933. *Cependant*, même si ne baissent que les prix des actifs, immobiliers et mobiliers (actions), un processus de même nature (moins systématique) se développe. Le poids des dettes s'accroît par rapport à la valeur des actifs : il y a *déflation de bilan*[40]. Les effets de levier se retournent provoquant des pertes de richesse des spéculateurs. La valeur du collatéral baisse imposant des ventes forcées, une recherche de plus en plus frénétique de liquidités. Le capital fond, l'insolvabilité devient une crainte générale et bientôt une réalité, et d'abord pour les banques, mais aussi pour les entreprises et pour les ménages incapables de rembourser leurs dettes immobilières. Il ne s'agit plus seulement d'un manque de liquidités, mais d'une insuffisante croissance de fonds propres. L'économie réelle est atteinte par les faillites, le sous-emploi, la baisse de la production, l'incapacité des ménages à acheter, la déflation se généralise alors aux salaires, au prix des marchandises. On retrouve alors la « *debt-deflation* » dans toute son ampleur.

39 La Réserve fédérale publie alors les statistiques de la *total national wealth*, soit la richesse totale des ménages (qui possèdent, pour l'essentiel, les entreprises).

40 Déflation par la dette et déflation de bilan sont souvent employés comme des synonymes, mais il est possible de réserver le second terme à la situation où seuls les prix des actifs baissent.

DÉSÉQUILIBRES SOUS-JACENTS : LA SOUS-CONSOMMATION, LE SURINVESTISSEMENT

La crise financière n'aurait pas été aussi catastrophique si le krach boursier n'avait pas activé une crise de surinvestissement et une crise de consommation sous-jacentes. Elles n'ont pas *déclenché* la crise. À la veille du krach, si la conjoncture s'est déjà retournée, la consommation reste soutenue et l'investissement ne fait que ralentir. Il s'agit là cependant de causes réelles essentielles.

Il n'y a pas de crise de sous-consommation *avant* la crise boursière. La consommation des ménages, en particulier de biens durables, est soutenue par la hausse des salaires et surtout par l'endettement. Ce soutien par l'endettement crée une grande fragilité : quand la crise des dettes viendra prolonger la crise financière, la consommation s'effondrera rapidement. La fragilité tient aussi à la forte montée des inégalités, à un accroissement plus rapide de la productivité que des salaires, du moins dans l'industrie, d'où l'envolée des profits : la production de masse fordienne ne s'ouvre pas à elle-même des débouchés suffisants, elle doit les trouver dans les secteurs du commerce, des services, les professions indépendantes, l'agriculture (mais elle est déjà en crise) ou l'exportation.

S'il y a un évident excès d'investissement au cours des années vingt, encouragé par la surabondance des capitaux, la facilité et le bon marché du financement, la crise de surinvestissement n'est révélée qu'avec la crise boursière. Le taux de profit ne faiblit pas avant celle-ci. Il est artificiellement soutenu à un niveau très élevé par la spéculation, le recours au levier, l'aventurisme, et quand survient la crise financière, on assiste à un brutal effondrement, un retour au réel. Il faut compter également sur deux crises de surinvestissement sectorielles très précoces dans les secteurs essentiels de l'immobilier et de l'agriculture.

PAS DE CRISE DE SOUS CONSOMMATION AVANT LA CRISE

L'évolution de la consommation est liée à celle des revenus vers une inégalité croissante. Au cours des années vingt, les profits et les hauts salaires s'envolent tandis que les bas salaires stagnent relativement et que le taux de chômage reste relativement élevé. Grâce aux travaux de

Thomas Piketty et Emmanuel Saez [2003][41], nous savons que l'année 1928 connait un pic d'inégalité. Le niveau d'inégalité est un premier risque de déséquilibre. Aux États-Unis, la part du revenu national captée par les 10 % des revenus les plus élevés atteignait 38 % en 1920 et 48 % en 1928, par les 1 %, elle passe de 14,5 % à presque 20 % (leur revenu moyen passe de 10.000$ à 15.000$), pour les 0,1 % de 1,6 à 3,2 % pour la même période. Les successions moyennes de ces très riches passe d'une moyenne de 50 millions de dollars pour 1920-1923 à 90 millions de dollars pour 1928-1930. L'inégalité est encore accrue par les modifications de la fiscalité. Les travaux d'Emmanuel Saez et Gabriel Zucman [2014] sur les inégalités de fortune montrent qu'elles varient fortement dans le temps principalement du fait de l'enrichissement des 0,1 % les plus riches au détriment des 90 % d'en bas. La part de ces 0,1 % atteint un sommet en 1916 (25 %), se réduit vivement jusqu'en 1920-1923 (15 %), retrouve son point haut en 1929 pour chuter alors fortement dans la période de crise, puis de guerre jusqu'en 1948 (10 %), elle se stabilisera à la baisse jusqu'en 1978 (7 %), pour remonter très fortement jusqu'en 2013, et au-delà, retrouvant alors pratiquement les sommets de 1929)[42].

Les inégalités de revenu et de fortune sapent *les bases* de la consommation de masse. Certes, l'enrichissement des classes supérieures s'est traduit par un accroissement des dépenses somptuaires. Les *Roaring twenties* ne sont telles que pour ces catégories. Certains biens durables, particulièrement l'automobile, en ont bénéficié. Mais une répartition inégale porte en elle-même la fragilisation de la demande de consommation puisque la propension à consommer des pauvres est plus élevée que celle des titulaires de revenus élevés. D'où la popularité dans les années vingt des thèses de Foster et Catchings, le renouveau de celle de Hobson, celle « du chien dans la mangeoire ».

À l'échelle de l'ensemble de l'économie, s'il y a stabilité de la répartition entre salaires et profits dans la valeur ajoutée, c'est parce qu'il y a eu accroissement du nombre de salariés : le salaire moyen augmente modérément, mais il stagne relativement à la croissance de la productivité

41 Pour la France, l'évolution est différente : le maximum d'inégalité pour la part dans le revenu national du décile supérieur est atteint en 1935 et, quant au top centile, sa part régresse depuis la Première guerre mondiale.

42 Le sommet de la part des 10 % est atteint entre 1928-1932 avec approximativement 85 % de la richesse, le creux est atteint en 1952 avec 70 % (entre 1986 et 2012, elle remonte jusqu'à 77 %).

[Dumesnil, Lévy, 1996 ; Johsua, 1999, 27 ss]. Et ce sont surtout les hauts salaires qui ont augmenté. En outre, il y a de fortes divergences sectorielles : dans les services, les salaires augmentent plus rapidement tandis que, classiquement, la productivité ne s'y accroît que modestement.

En revanche, dans la fraction la plus dynamique de l'économie américaine, l'industrie et plus particulièrement les industries « fordistes », l'évolution de la productivité est sans commune mesure avec celle des salaires, d'où l'envolée des profits. Si les salaires ont fortement augmenté dans les entreprises Ford, le célèbre « *five dollars a day* » de janvier 1914, ce n'est pas, contrairement à la légende qu'il a su entretenir, que Henry Ford voulait les accroître pour vendre ses voitures à ses propres employés, mais pour faire face à une crise de l'emploi, lutter contre un *turnover* devenu très important, le travail à la chaîne étant pénible, répétitif. Et les accroissements de salaires sont souvent arrachés de haute lutte ou utilisés par le patronat pour éliminer ou réduire l'influence des syndicats [Chandler, 1977 ; Dockès-Rosier, 1983, 159][43].

Au cours de la période, la productivité du travail par tête s'accroît nettement plus que les salaires réels dans l'industrie manufacturière, dans les transports, dans la construction, plus nettement encore dans les mines[44]. Dès lors, pour ces branches, la part des salaires dans la valeur ajoutée passe (entre 1923 et 1929) de 78 % à 73 %, celle du capital (intérêts et profits) de 19,6 % à 25,5 %. D'où la flambée des profits dans ces branches : 6,6 % de 1923 à 1926, 24,6 % de 1926 à 1929[45].

Il est « normal » que le déséquilibre entre variations de la productivité et des salaires soit élevé dans la fraction la plus dynamique de l'économie, un décalage caractéristique des périodes de rapide mutation, et il ne pose pas de problème en période d'expansion, les débouchés viennent des autres secteurs ou de l'extérieur. Mais que les débouchés offerts par les dépenses des classes supérieures, des salariés des services, des professions indépendantes, ou encore l'agriculture et l'extérieur faiblissent et les industries motrices en subissent le contrecoup.

---

43 En outre il semble que les *woobies* préparaient une grève pour l'été 1914 dans les usines Ford.

44 Industrie manufacturière respectivement en moyenne annuelle de 4,8 % et de 1,9 % si les calculs sont par tête, et même de 5,1 % et 1,8 %, voire 1,3 % si le calcul est par heure ; dans les mines la productivité/tête croît au taux de 5,1 %, les salaires réels baissant au taux de 2,9 % [Johsua, 1999, 26 ss].

45 [Johsua, 1999, 26-27 ; Kuznets, 578]. Dans l'industrie manufacturière, les salaires ouvriers font 60,5 % de la valeur ajoutée en 1923, 55 % en 1929.

Fragilité supplémentaire, ce sont surtout les nouveaux biens durables qui connaissent une spectaculaire percée au cours des années 20. L'automobile évidemment (un accroissement de la production de 50 % entre 1919 et 1929), la radio (multiplié par 45 entre ces mêmes dates), le téléphone et autres appareils « audio ». Entre 1919 et 1929, la consommation de biens durables explose à 7,5 %/an, un chiffre jamais atteint et que l'on ne retrouvera pas [R. A. Gordon, 1952, 369]. On passe ainsi d'une part des biens durables dans la consommation de 4,5 % à presque 7 % au cours des années 20. Ce sont des biens nouveaux, chers, dont l'achat n'est pas encore considéré comme indispensable. Dès la première année de crise, leur consommation va s'effondrer de 21 % (la baisse atteindra 55 % en 1933, 72 % pour l'automobile).

Et la fragilité est d'autant plus grande qu'ils sont achetés à crédit, un crédit à court terme, très coûteux, une véritable révolution comportementale encouragée vivement par les constructeurs, particulièrement par General Motors (Ford est longtemps plus réticent)[46]. Pierre Cyrille Hautcœur explique que l'importance de ces achats, de cet endettement et la dureté des conditions faites aux acheteurs font qu'ils vont tout faire pour payer leurs dettes, le taux de défaut n'augmentant que très peu en 1930 (5,4 % des voitures en 1930). Ils vont devoir accroître fortement leur effort d'épargne, d'où la rapide baisse de la consommation et l'enclenchement de la dépression.

Nous touchons là au problème plus général du surendettement, non pas seulement pour les « biens durables », mais pour l'ensemble de la demande de consommation et pour (presque) toutes les catégories de la population. La dette totale des ménages par rapport au GNP passe de 25 % en 1923 à plus de 40 % en 1929. La demande n'a pu se maintenir au rythme de croissance de l'offre au cours des années 20 que grâce à la réduction du taux d'épargne et au crédit. L'Amérique entre dans sa modernité, mais la nouveauté du phénomène fragilise l'économie. Ce n'est pas la dette en soi qui pose problème, mais le drame éclatera lorsque tout le monde, confronté au surendettement après le krach, tentera de se désendetter, d'où la déflation et l'enclenchement de la spirale de la *debt-deflation*.

46 Souvent avec des contrats léonins, le bien pouvant être repris par le vendeur en cas de non paiement [Hautcœur, 2009, 31].

LE SURINVESTISSEMENT INDUSTRIEL APRÈS 1922

L'investissement productif des entreprises reste très dynamique jusqu'en 1929, le taux d'investissement (investissement rapporté à la valeur ajouté) étant toujours supérieur à 20 %, sauf pendant la courte crise de 1920-1921). Non seulement, il s'agit d'un taux élevé pour l'époque, mais il l'est resté pendant une durée particulièrement longue (7 ans depuis 1922) [R. A. Gordon, 1952, 369]. Ne peut-on penser que les occasions d'investir rentables ont fini par se réduire ?

On ne saurait retenir une explication hayekienne dans la mesure où les années 1920 aux États-Unis (et c'est pire dans d'autres pays développés, surtout au Royaume-Uni déflationniste) ne sont pas caractérisées par un gonflement de la masse monétaire (au cours de la période le rapport de la masse monétaire au PNB se réduit), même si la vitesse de circulation de la monnaie s'est probablement accrue. Et d'ailleurs, après l'effondrement des prix dans la crise de 1920-1921, ceux-ci restent stables, voire modérément orientés à la baisse, ce qui est exceptionnel lors d'une telle période d'expansion.

Une explication marxienne de la crise par la tendance à la suraccumulation du capital et la tendance à la baisse du taux de profit semble plus pertinente. Cependant le taux de profit à la veille de la crise ne s'est pas réduit notablement. Il est resté élevé dans une ambiance de surchauffe spéculative. Marx avait perçu ce type de phénomène, mais il faut surtout faire intervenir les théories d'I. Fisher et de J. M. Keynes.

Pendant toute la période depuis la reprise de 1922, les taux de profit restent élevés dans l'industrie, surtout l'industrie « fordienne », et les anticipations de profit optimistes. C'est le bon aspect de la croissance plus forte de la productivité par rapport aux salaires, grâce à l'organisation du procès de travail, au recours accru au machinisme et au progrès technique incorporé dans les nouvelles machines. D'un côté, l'autofinancement est largement à disposition et, de l'autre, il y a une abondance de fonds disponibles pour l'investissement dans ces industries. Si celles-ci ont recours à l'émission d'actions en bourse, un marché très actif (les souscripteurs d'actions nouvelles sont d'ailleurs eux aussi souvent endettés) l'endettement des entreprises s'accroît également au cours de la période, l'endettement obligataire, mais aussi à court terme

(dont la part augmente, cause additionnelle de fragilité). L'augmentation de l'endettement à court terme a lieu non seulement en valeur absolue, mais aussi en pourcentage du PIB. Entre 1920 et 1929, il passe de 32 % à 45 % (suivi d'une chute brutale après 1930 et jusqu'en 1939, 20 %, le chiffre de 45 % ne sera atteint qu'en 2000, 50 % en 2008)[47], ce qui correspond à l'effet de levier.

Un tel rythme d'investissement soutenu si longtemps n'aurait-il pas dû faire baisser le taux de profit ? Les occasions d'investir les plus rentables se raréfiaient et d'autant plus que la demande d'investissement a besoin pour se soutenir de perspectives de croissance de la demande de biens de consommation, or les salaires montaient peu et l'endettement commençait à peser sur les budgets. Mais les anticipations de profit restaient optimistes, la Bourse reflétant et encourageant les opinions des hommes d'affaire. Le taux de profit restait élevé artificiellement grâce aux nombreuses concentrations d'entreprises, à la spéculation sur le marché financier, aux effets de levier. La croyance en un enrichissement sans risque grâce aux plus-values de court terme s'affermissait avec le succès des spéculations antérieures. L'idée en cours est que seuls les imbéciles ne s'enrichissent pas !

Le taux de profit ne baisse pas avant le krach, mais avec la crise, il s'effondre et chacun cherche à se désendetter. Avec le krach boursier les anticipations de profit, restées jusqu'ici artificiellement élevées dans l'ambiance spéculative, se retournent brutalement : un retour au réel ou, pire, à une évaluation collective plus pessimiste que le réel !

DEUX SECTEURS CRUCIAUX SONT DÉJÀ EN CRISE : L'IMMOBILIER ET L'AGRICULTURE

Une crise digne de ce nom a toujours une dimension immobilière. En effet, là est l'investissement des ménages et lorsqu'il y a surinvestissement et surendettement, les conséquences du retournement des effets de levier avec l'effondrement des prix sont ravageuses. D'autre part, au début du XXe siècle, l'agriculture et les *farmers* pèsent d'un grand poids dans l'économie américaine. Une dépression dans ce secteur se propage dans toute l'économie

47 *Cf.* [Giesecke, Longstaff, Schaefer, Strebulaev, 2012, annexe n. p., fig. 1 Encours des emprunts bancaires et des obligations des sociétés rapporté au PIB].

La crise immobilière

Dès 1919, après une pose pendant les années de guerre, on assiste aux États-Unis à un boom de la construction de logements avec un taux de croissance annuel d'abord de 16 %, puis encore de 14 %, soutenu par le crédit hypothécaire et la spéculation[48]. À partir de 1925-1926, le marché de l'immobilier est saturé. La chute est aussi forte que la hausse l'avait été. En 1929, les dépenses en logements atteignent seulement 3 millions de dollars contre 5 millions au maximum en 1926. Le krach et la crise transforment la baisse en déroute : 1,57 millions de dollars en 1930, 300 millions en 1933 (quant aux mises en chantiers, elles passent 930.000 en 1926 à 509.000 en 1929, puis s'effondrent à 330.00 en 1930 et 93.000 en 1933 : seulement 10 % du maximum de 1926 [Hautcœur, 2009, 36]). L'aggravation de la crise immobilière est provoquée par l'effondrement des revenus des particuliers, leur incapacité, non seulement à acquérir des biens, mais à payer la charge de la dette et à rembourser les prêts d'autant que la baisse des prix de l'immobilier, rapide et profonde, rend les dettes des acheteurs à crédit insupportables, impose des ventes et des abandons purs et simples, produit de nombreuses expulsions.

Outre ses conséquences sectorielles sur les activités des industries du bâtiment et le chômage, la crise immobilière met en péril nombre de *Country Banks*, surtout les plus petites, fortement engagées dans les prêts hypothécaires et fragilise le budget de nombre de ménages. Lorsque les prix de l'immobilier vont s'effondrer, ceux-ci vont devoir payer des hypothèques plus élevées que la valeur du logement. Leurs revenus baissant, ils ne pourront plus payer les intérêts. Insolvables, ils seront expulsés, les banques reprenant leurs logements ou ils les abandonneront.

---

48 La spéculation avait également atteint le prix des terrains et tout particulièrement en Floride entre 1925 et 1926 et ce fut comme une répétition générale de ce qui allait se passer pour les actions. Le rêve d'une transformation de l'ensemble de la Floride en un paradis touristique attira une masse de plus en plus considérable de spéculateurs avides. Les terres furent loties et vendues contre un paiement de seulement 10 % au comptant. Des escrocs s'en mêlèrent (dont Charles Ponzi) et la publicité activait les flammes (même William J. Bryan, l'homme qui avait tonné contre « la croix d'or », avait été enrôlé pour faire vendre !). Galbraith [1954, *1961*, 28] décrit cette ruée, tout se vendait et jusqu'aux marécages et aux terrains éloignés de la mer ou des villes. Il ne s'agissait pas d'acheter pour venir y passer ses vacances, mais pour revendre, souvent dans la semaine, car les prix montaient très rapidement et comme l'acheteur n'en avait versé que 10 %, l'effet de levier était énorme. Le retournement eu lieu en septembre 1926, après deux ouragans. Les prix baissant, puis s'effondrant, l'effet de levier s'inversant, tout le monde cherchant à vendre, les spéculateurs furent ruinés.

La crise agricole

La surproduction mondiale menace pour les denrées agricoles et les matières premières dès les lendemains de la guerre et elle se manifeste par des chutes périodiques des prix, et donc des revenus dans une ambiance spéculative. La guerre et la reconstruction avaient permis l'envolée des cours et des productions. Lorsque la conjoncture se fait moins porteuse, les pays exportateurs de matières premières connaissent leurs premières difficultés avec la chute ou la volatilité des cours de la plupart d'entre elles ; ils réagissent souvent en accroissant leur production pour compenser les pertes dues à la baisse des prix, d'où une tendance à la surproduction et à la dégradation des termes de l'échange de ces pays. On assiste à la remontée de la production agricole européenne sans qu'il y ait réduction de la production des pays neufs (Canada, Australie, Argentine). Ainsi pour le blé, les prix mondiaux, après une légère embellie en 1923-1924, recommencent à plonger tandis que la production augmente et que les stocks gonflent. Les cours des autres céréales, mais aussi de la viande, du lait, du beurre sont également en baisse. En ce qui concerne le sucre de canne où la tendance à la surproduction était déjà présente à la fin du XIXe siècle, la guerre de 1914 est une bénédiction (chute de la production de betterave en Europe). En 1920, les cours sont à leur maximum[49]. La crise est très sévère ; dès 1923, les cours remontent, mais aussi la production, en particulier à Cuba, et bientôt les cours chutent sur des marchés très volatils, d'où les premières mesures de « préférence impériale ». De même pour le café où, pour soutenir les cours, dès 1925 les stocks enflent massivement. La consommation de caoutchouc est dopée par l'automobile, mais la production, et là aussi les stocks, croissent plus vite que la demande.

Aux États-Unis, la guerre avait encouragé les exportations de denrées agricoles, les prix montaient et les *farmers* s'étaient lancés dans d'importants emprunts hypothécaires pour moderniser, étendre et mécaniser leur exploitation. Ils continuent sur leur lancée après la guerre et jusqu'au choc de la crise de 1920-1921. La période connaît un bouleversement des pratiques culturales avec la mécanisation et donc l'accroissement de la taille des exploitations. La productivité et

49 En cents de dollars par livre de sucre sur le marché de New York : 6,35 en 1919, 11,33 en 1920, 3,45 en 1921, 2,56 en 1926, 2,45 en 1928.

les rendements augmentent vivement, d'où à la fois la surproduction et le surendettement des agriculteurs. Les banques incitent les exploitants à emprunter pour mécaniser, mais ils doivent emprunter aussi lorsque les cours chutent ou lorsque les aléas climatiques font s'effondrer leur production.

L'agriculture américaine surendettée va rester déprimée pendant l'essentiel de la décennie, les prix et, avec eux, les revenus des *farmers* continuant de baisser, pris en « ciseaux » entre la chute des cours et la hausse des coûts[50].

En 1929, les prix s'effondrent. Entre 1929 et 1932, le prix du blé baisse de 71 %, les prix agricoles en moyenne de 50 %[51]. Le prix du coton Middling, qui était encore à 20 *cents*/livre en 1927-1928, tombe à 15,79 cents en 1929-1930 et à 9 cents en 1930-1931. Les *farmers* déjà surendettés, sont paupérisés, ruinés par milliers. Les actifs agricoles représentaient un quart environ de la population active en 1925 (et il faut ajouter les professions commerciales annexes), le choc sur la demande globale est donc massif.

Les conditions climatiques aidant, particulièrement une grande sécheresse accompagnée de vents violents (*Dust Bowl*), la crise va se transformer en catastrophe humanitaire particulièrement dans l'Oklahoma, l'Arkansas, pour les petits paysans qui ont hypothéqué leurs terres, sont chassés par la grande propriété et les banques (que cela ne sauve pas de la faillite). Ils doivent prendre la route, devenir des chemineaux itinérants le long des lignes de chemin de fer. Souvent ils étaient attirés par les salaires attractifs promis dans les plantations californiennes et qui s'avéreront des miroirs aux alouettes. On estime le nombre de migrants à près de trois millions de personnes (les *Okies*, migrants de l'Oklahoma, peut-être 15 % de la population), et les *Arkies*, de l'Arkansas). Dans *Les Raisins de la colère*, John Steinbeck a décrit ce drame avec justesse et émotion.

Quel fut le rôle de la crise agricole dans la catastrophe ? Alors que les revenus des couches populaires sont faibles et que les ménages sont surendettés, la situation des *farmers* vient renforcer la pression dépressionniste générale. Si lors des crises industrielles du XIXe siècle, les revenus

50 Le ciseau des prix agricoles (rapport des indices des prix de vente aux coûts, indice 100 1900-1914) est en faveur des prix de 20 % en 1917, mais en faveur des coût de 5 % à 20 % au cours des années 1920.

51 C'est également le cas des matières premières : -80 % pour le cuivre, le zinc et l'étain entre 1929 et 1930.

des paysans (avec ceux des professions indépendantes, les exportations) pouvaient servir de contrepoids ou enclencher la reprise, dans les années trente, ce ne sera pas le cas, bien au contraire. Loin d'être un facteur de rééquilibrage, l'agriculture va tirer la demande globale vers le bas et renforcer les problèmes liés au poids réel trop élevé des dettes[52].

LA POLITIQUE DE HOOVER, LES ERREURS DE LA FED, LA MONNAIE ET LES BANQUES

Rappelons les principaux faits politiques. En novembre 1928, le Républicain Herbert Hoover est élu Président (il entre en fonction en mars 1929). Les Républicains sont largement majoritaires dans les deux assemblées, les Démocrates résistant essentiellement dans le « vieux Sud ». À l'élection de novembre 1932, le retournement sera cinglant pour les Républicains. Franklin Roosevelt (« inauguration » en mars 1933) et les Démocrates triompheront, ils seront largement majoritaires dans les deux assemblées, en moyenne nettement plus à gauche (*liberals*) que par le passé, même si une fraction « *conservative democrat* » (Wall Street et une fraction des intérêts industriels au Nord, plus traditionnalistes au Sud) grossira au milieu des années trente, surtout après 1937. Malgré le « coup de torchon » subi par les démocrates aux élections de *mid-term* 1938, ils resteront majoritaires jusqu'à l'élection de Dwight Eisenhower en 1952.

Que fit Hoover et son gouvernement pour faire face à la déferlante ? Et le *Federal Reserve System* animé par son *Board* et surtout par la Banque fédérale de New-York dirigée par George L. Harrison (1928-1940) depuis la mort de B. Strong ? La crise, du moins sa profondeur et sa durée, eurent-elles une cause monétaire et qu'elles furent les liens entre l'effondrement de la masse monétaire et les crises bancaires, quel fut le rôle de celles-ci ? Cela nous permettra de comprendre « pourquoi la politique monétaire fut si inepte », selon Milton Friedman et Anna Schwartz [1963].

52 Pour I. Johsua, la réduction de l'autoconsommation chez les agriculteurs américains est devenue sensible seulement à partir de 1920. Du fait de l'aspect contra-cyclique de l'autoconsommation, cette réduction s'est traduite aussi par une accentuation de la déstabilisation liée à la régression de l'agriculture. Cela pourrait expliquer la violence de la grande crise.

LA POLITIQUE DE HOOVER

Il est fréquent d'incriminer la politique d'Herbert Hoover dans l'effondrement de l'économie entre 1929 et 1933. Elle n'a pas réussie à sortir le pays de la spirale dépressionniste, mais l'a-t-elle accentuée ? Et de quel type de politique s'agissait-il ? Pour les économistes libéraux, particulièrement dans la version « autrichienne », Hoover était une sorte de keynésien avant l'heure et cette politique interventionniste aurait lamentablement échouée. Si la seconde proposition est exacte, la première est erronée.

Du côté des keynésiens, la tendance a été longtemps de faire de Hoover un « liquidationniste ». C'est tout aussi faux, même si telle était la position de son *Treasury Secretary* Andrew Mellon (1921–1931). Hoover était partisan de lutter contre la dépression par l'intervention de l'État, en particulier par l'accroissement des dépenses publiques et le déficit, mais de manière limitée et surtout pas pérenne. Dans ses *Mémoires*, Hoover met l'accent sur les causes extérieures, défend son action en se présentant comme interventionniste et critique durement Roosevelt, ses positions pendant la campagne électorale, entre son élection et sa prise effective de fonction et son action par la suite [Hoover, 1952].

Hoover était porteur d'espoir. Certes, ce républicain était proche du *big business*, mais n'était-il pas l'un des grands ingénieurs de son temps, l'homme d'action qui, comme Henry Ford, incarnait la modernité et les techniques nouvelles ? Dans ses discours électoraux, Roosevelt le décrit comme un « *do-nothing* », un apathique [Heffer, 1991, 92 ss], mais il s'en défend énergiquement.

Hoover était cependant d'un naturel hésitant, il agit trop tard et trop peu. L'année fiscale 1930 (juillet 1929-juin 1930) connaît même encore un excédent du budget fédéral (0,7 milliards de dollars). Si par la suite, il y eut un déficit, celui-ci est dû essentiellement à la baisse des recettes avec la dépression[53]. Certes, il y eut un timide effort d'accroissement des dépenses fédérales en 1931 et en 1932, mais ce n'était qu'une goutte d'eau alors que l'océan se vidait (le PNB est passé, en dollars courants, de 103 milliards de dollars en 1929 à 56,4 milliards en 1933). Il faut noter que les dépenses fédérales en 1930 étaient très faibles relativement

53 1931 : 0,5 milliards de dollars, 1932 : 2,7 milliards de dollars, 1933 : 2,6 milliards de dollars.

au PNB, seulement 2,5 % [Stein, 1966] et donc, même si en 1932 ces dépenses augmentent de 30 % par rapport à 1931, cela ne pouvait sortir l'économie de la crise. D'autant moins qu'il y eut simultanément une *réduction* des dépenses des États et des administrations locales. Les dépenses publiques totales (Federal + State + Local) ne passent que de 11,68 milliards de dollars en 1929 à seulement 12,62 milliards de dollars en 1933. Hoover réduisit même les dépenses fédérales pour l'année fiscale 1933.

Sur le terrain de la politique fiscale, pour 1933 et les années fiscales suivantes, Hoover fit voter par le Congrès le *Revenue Act* du 6 juin 1932. Il élevait les taxes sur les bénéfices des sociétés, doublait les taxes foncières et surtout il réintroduisait une forte progressivité de l'impôt sur les personnes physiques, les taux marginaux passant de 25 % à 63 % (pendant la guerre, les hauts revenus avaient été taxés à presque 80 %, mais pendant les années 1920, les taux étaient retombés très bas). Il s'agissait de lutter contre un déficit fédéral jugé exorbitant (1,63 milliards de dollars) par un accroissement des impôts, ce qui allait à l'inverse d'une politique keynésienne, certes en faisant « payer les riches », mais également les classes moyennes[54]. La dépression en fut renforcée. De ce fait les dépenses augmentèrent et les recettes fiscales ne furent pas conformes aux attentes : le déficit de 1933 augmenta.

Quant au reste, pour l'essentiel la politique de Hoover en est restée au niveau des recommandations (les entrepreneurs sont encouragés à maintenir les salaires, les gouverneurs d'États à accroître les travaux publics, les banques à se coordonner pour se protéger et protéger les déposants, une coordination des secours d'urgence), mis à part quelques subventions aux *farmers*, des prêts modestes aux États, aux banques, aux compagnies ferroviaires, aux caisses de crédit rural, un début de politique de grands travaux (400 millions de dollars). Un excellent programme en 18 points de sauvetage des banques élaboré en janvier 1932 n'est pratiquement pas mis en œuvre (Roosevelt, lui, l'adoptera en mars 1933) à l'exception du *Reconstruction Finance Corporation* (RFC) qui pouvait accorder des prêts aux banques en détresse, aux compagnies de chemin de fer, aux collectivités territoriales (Roosevelt activera le RFC) et du *Glass-Steagall Act* de février 1932 (à ne pas confondre avec celui

54 L'imposition du revenu net passait régulièrement du taux de 8 % (4.000$) à 26 % (40.000$) et jusqu'à 63 % au-dessus de 1 millions de dollars.

passé sous la présidence Roosevelt en 1933) assouplissant les garanties que les banques devaient remettre à la Fed pour obtenir un prêt et permettant à celle-ci de prêter à des institutions financières non bancaires.

La thèse « liquidationniste » : Lionel Robbins « anglicise » les autrichiens

En 1930, le département d'économie de la *London School of Economics* est dirigé par Lionel Robbins (1898-1984). Il va faire de ce département le centre de l'opposition à Keynes, le relai de la pensée autrichienne. Robbins est, alors, un des rares connaisseurs de la pensée de Mises et de Hayek. Il invite ce dernier à faire une série de conférences avec un objectif : « ce qu'il faut faire maintenant, combattre Keynes » [Hayek, 1994, 77 ; Dostaler, 2001 17]. Hayek rédige quatre conférences synthétisant ses recherches et les prononce en février 1931 ; le succès est considérable, elles deviendront cette même année le célèbre *Prix et production*. Hayek est nommé sur une chaire de la *London School*, il la conservera 17 ans. Robbins et Hayek deviennent des amis très proches, communient dans l'anti-keynésianisme, un libéralisme ultra, le rejet de l'intervention de l'État, du dirigisme, partagent les thèses « liquidationnistes ».

En 1934, Lionel Robbins publie *The Great dépression*, une analyse hayekienne de la crise. L'édition française date de la même année, elle est préfacée par le très libéral Jacques Rueff[55].

1. Rappelons la trame du cycle « autrichien ». Un accroissement de la masse monétaire lorsqu'il se fait par accroissement du crédit bancaire et la baisse du taux d'intérêt[56] se traduit par une distorsion des prix relatifs en faveur des productions capitalistiques. Il y a alors une expansion de la production des biens capitaux au détriment de la production de biens de consommation[57]. Certes, il en va même lorsque les biens d'équipement sont financés, non par le crédit, mais par l'épargne, mais alors, c'est un choix des consommateurs : les revenus se distribuent donc entre consommation et épargne comme la production entre biens capitaux et biens de consommation. En revanche, quand

55 S'ils sont d'accord sur l'essentiel, les analyses diffèrent sur quelques points secondaires. Rueff met en lumière (pour l'Angleterre) la relation entre le niveau des salaires réels et celui du chômage, il met l'accent sur le rôle de leur rigidité, de l'assurance-chômage (chômage permanent), ce qui débouche sur la notion de chômage volontaire [Rueff, 1925 ; 1931 ; 1947]. Rueff théorisera [1945] la formation de « faux droits », particulièrement par la fixation de prix administratifs plus élevés que le prix d'équilibre et son rôle dans l'inflation.

56 Robbins rappelle qu'au lieu d'une baisse du taux d'intérêt monétaire, il peut y avoir un accroissement du taux naturel (Wicksell) via une innovation qui rend l'emprunt plus attrayant.

57 Notons que, pour simplifier, il laisse se développer une confusion (ce que ne fait pas Hayek) : les industries les plus capitalistiques ne sont pas nécessairement celles qui produisent les biens capitaux, même si c'est le cas généralement (pour Hayek, c'est toute l'économie qui devient plus capitalistique, le processus de production dans son ensemble s'allonge).

il s'agit de crédits apportés aux industries de biens capitaux, ceux-ci finissent par se traduire en distribution de revenus, et rien ne permet de penser que les détenteurs de ces revenus vont accroître leur épargne, d'où un accroissement de la demande de consommation au détriment des biens d'équipement qui révèle l'erreur des producteurs. C'est la crise dans les industries de base.

La reprise suppose que les dettes soient liquidées, que la surproduction de biens capitaux, les unités de production superflues, les facteurs de production … disparaissent ou se déplacent.

2. La crise de 1929 est exceptionnelle parce qu'amplifiée par les conséquences inflationnistes de la guerre, les problèmes de l'Allemagne (réparations, manque de capitaux, troubles politiques), le dirigisme hérité de l'économie de guerre. L'importance de la déflation s'explique d'abord par l'énormité de l'expansion des crédits dans la phase d'expansion, le « boom » artificiel des industries de biens capitaux, de leurs profits. Même si les prix des marchandises n'ont guère augmenté, il y a eu une inflation considérable, non seulement évaluée par la masse monétaire, mais qui s'est manifestée en une inflation d'actifs, des revenus, et même des prix des biens si l'on tient compte, comme on le devrait, de l'accroissement de la productivité (les prix auraient dû baisser, comme ils sont restés stables, c'est qu'il y a eu inflation).

3. Surtout, dans la dépression, les remèdes choisis ont amplifiés le mal déflationniste, particulièrement aux États-Unis, déjà sous la présidence de Hoover et surtout avec le New Deal. Il s'agit essentiellement des entraves au marché libre, l'intervention des syndicats, les négociations collectives, le rôle des cartels et monopoles soutenus par l'État, les réglementations étatiques, du malthusianisme (*restrictionism*, surtout dans l'agriculture), de la limitation de la durée du travail, du protectionnisme. Particulièrement néfastes ont été les politiques vis à vis du surendettement. Après le « boom », une masse de dettes liées à des engagements irréalistes s'est accumulée. Il faut qu'elle soit liquidée pour rétablir la confiance.

Cela n'interdit pas toute politique monétaire. La politique traditionnelle du « *real bills only* » doit être réhabilitée : avant la guerre, lors d'une crise financière, la *Bank of England* n'intervenait qu'en achetant, certes largement, le seul papier de qualité et en maintenant un taux d'escompte élevé de telle manière que seules les entreprises viables survivent. Depuis, dans les situations de crise, la politique consistant à fournir toute la liquidité désirée, en quantité illimitée, a permis de prolonger la vie de banques et d'entreprises non compétitives. On retrouve l'opposition entre la doctrine des *real bills* et celle issue de Bagehot[58]. De même, l'État a soutenu artificiellement les *farmers*, l'emploi, les prix et les salaires, les titres dévalorisés. Toute mesure permettant d'ajourner la liquidation ne fait qu'empirer la situation, qu'ajourner la reprise. Un darwinisme économique

58 Nous avons vu que Bagehot lui-même (*cf.* supra « Impulsion monétaire et effets réels. Wicksell et ses émules »), s'il voulait éviter la panique financière en fournissant aux banques en situation d'illiquidité (pas d'insolvabilité) les liquidités dont elles avaient besoin voulait que ce soit à des taux de pénalité.

(la survie des plus aptes) mâtinée de « destruction créatrice » schumpetérienne (Schumpeter lui-même étant très critique envers le dirigisme du New-Deal).

3) La solution ? Revenir au capitalisme, c'est-à-dire au libre marché. Il s'agit d'abord de faire baisser les salaires dont le niveau est une cause de chômage et, en laissant se faire les licenciements, l'emploi sera encouragé[59]. Il faut laisser tomber les banques et les entreprises non viables, ce qui permettra d'en faire émerger des nouvelles. En un mot, laisser l'allocation par les prix se faire librement, revenir à la flexibilité au lieu de laisser se maintenir une structure productive pétrifiée, retrouver un étalon-or quelque peu aménagé et le libre-échange. Lutter contre l'aléa moral : ne prendre aucune mesure qui pourrait faire croire à quiconque que l'État ou la banque centrale ne le laissera pas tomber. Revenir à des politiques d'équilibre budgétaire.

Robbins ne se fait guère d'illusion. La guerre menace avec le nazisme, partout le dirigisme fait boule de neige, le socialisme qui ne peut fonctionner sans coercition est à l'ordre du jour. Au cours de la guerre, il se rapprochera de Keynes, au grand dam de Hayek.

4) Les thèses « liquidationnistes » ont-elles influencé les politiques suivies au début de la crise de 1929, celles de Hoover et de la Fed ? Milton Friedman et Anna Schwartz sont sévères envers Robbins et Hayek jugés responsables de la « *do-nothing policy*[60] ». De fait, avant 1931, les thèses autrichiennes sont ignorées aux États-Unis et en Grande-Bretagne et les partisans de l'inaction (comme A. Mellon) n'en avaient pas besoin pour être convaincus.

5) À proprement parler, Schumpeter n'est pas « liquidationniste » : lorsque la spirale dépressive se développe, il admet, en 1934, qu'une politique de dépenses publiques est souhaitable, à condition de revenir à l'équilibre budgétaire dès que possible, et il reste critique envers les politiques monétaires expansionnistes. Cependant, il est très sévère envers le New Deal (particulièrement le *NIRA* et le *Social Security Act*), les lois « socialistes » du second New Deal de 1935 jugées « anticapitalistes », nuisibles à l'épargne (il est radicalement opposé aux thèses de la sous-consommation) et aux occasions d'investir. Il estime même que l'intervention de l'État risque d'être cause de la stagnation de long terme que des auteurs comme Alvin Hansen veulent conjurer par des interventions systématiques de l'État. Surtout, il continue de penser que la reprise doit venir d'elle-même, qu'elle n'est saine que dans ce cas, sinon les causes de la dépression ne sont pas liquidées, d'où un risque de rechute [Schumpeter, 1934 ; Jean-Pierre Potier, 2015].

59 C'est la pierre de touche des thèses autrichiennes : « le remède approprié paraît être une réduction des salaires » [Hayek, 1939, 63]. De même J. Rueff.

60 « *I think by encouraging that kind of do-nothing policy both in Britain and in the United States,* [*Hayek and Robbins*] *did harm* » [Epstein, 1999 ; White, 2008]. Brad DeLong [1991] et Barry Eichengreen [1999] mettent l'accent sur le rôle néfaste des thèses liquidationnistes autrichiennes, une thèse que L. H. White [2008] récuse.

L'EFFONDREMENT DE LA MASSE MONÉTAIRE ET LES ERREURS DE LA RÉSERVE FÉDÉRALE

Au manque de réactivité de Hoover, il faut ajouter les erreurs de la jeune Réserve Fédérale. M. Friedman et A. Schwartz sont très critiques envers la politique qu'elle suivit alors. Leur thèse monétariste peut être résumée en deux propositions :

- L'effondrement de la masse monétaire est responsable d'une forte baisse des prix, des paniques bancaires et finalement de l'effondrement de l'économie.
- La Fed aurait dû massivement contrer cette déflation[61].

Cependant les causalités pourraient être inversées, les crises bancaires pouvant être responsables de la chute de la masse monétaire, de la sévérité de la dépression réelle et de la baisse de la demande de monnaie, celle-ci pouvant être la cause principale de la chute de l'offre de monnaie. L'activité réelle s'est effondrée entre 1929 et 1933, de même la masse monétaire et le niveau général des prix, tandis que déferlaient trois vagues de paniques bancaires : où est l'œuf, où est la poule ? Le conflit des théories a fait couler beaucoup d'encre, mais la catastrophe des années trente s'explique par une « *vicious spiral* » où les divers phénomènes se renforcent les uns les autres. Il aurait fallu mettre un coin quelque part pour bloquer l'engrenage, ou plusieurs en différents points du processus. Une politique fortement expansionniste de la Fed était indispensable, ce qui n'est pas prendre une position « causale ». La Fed mena une politique inepte, mais la thèse monétariste ne donne qu'un versant de l'effondrement.

Base monétaire, masse monétaire, multiplicateur monétaire, vitesse de circulation

1. La base monétaire (monnaie centrale, « *high powered money* »), soit M0, est constituée de l'ensemble des *engagements monétaires* (à court terme) de la banque centrale : il s'agit des billets (et pièces) en circulation et des réserves

61 : « *The contraction is a tragic testimonial to the importance of monetary forces. […] Different and feasible actions by the monetary authorities could have prevented the decline in the stock of money. […] [This] would have reduced the contraction's severity and almost as certainly its duration* » [Friedman, Schwartz, 1963, 300-301].

des banques centralisées à la banque centrale (*reserve balance*, *current accounts balance*), dans l'exemple ci-dessous il s'agit de 1,91 + 2,41 = 4,32 milliards de dollars. Ces engagements sont garantis par les créances à court terme de la banque, par l'or et les devises détenus.

Bilan du *Federal Reserve System* [Wheelock, 1992]
31 décembre 1929 (en milliards de dollars)

Actif			Passif	
Or et réserve en cash	3,01		Billets en circulation	
Créances du *Federal Reserve*	1,58		(*Federal Reserve notes*)	1,91
(*Federal reserve credit*)			Comptes de dépôt	2,41
Bills discounted			Banques membres	2,36
(traites en collatéral)		0,63	Autres	0,05
Bills bought			Autres engagements	0,69
(traites réescomptées)		0,39	Capital	0,45
Government securities				
(Bons du Trésor etc.)		0,51		
Autres		0,05		
Autres actifs	0,87			
Total actif	5,46		Total passif	5,46

Les entrées d'or sont une première source des réserves des banques. Lorsqu'une banque commerciale (banque de dépôt) achète une pièce d'or, elle est remise à la Banque centrale (d'où un accroissement du stock d'or à son actif) qui crédite le « compte de dépôt » de la banque. Une entrée d'or se traduit donc par une augmentation des réserves des banques (inversement, si un pays étranger transforme ses dollars en or – comme Poincaré en 1927-1928 –, le stock d'or se réduit tandis que diminue le compte Billets en circulation, la base monétaire baisse).

La politique d'open market agit de même sur les réserves des banques. Lorsque la banque centrale achète des titres gouvernementaux (des Bons du Trésor) aux banques, il y a accroissement des titres détenus à l'actif (*Government securities*) de la banque centrale, et le compte de la banque commerciale est crédité du même montant, d'où l'augmentation de ses réserves et donc de M0. Inversement lorsque la Banque centrale vend des titres gouvernementaux.

Enfin, lorsque des détenteurs de comptes en banque effectuent *des retraits de billets de leurs comptes* (par exemple lors d'un *run*), les banques vont avoir besoin d'être approvisionnées en billets par la banque centrale, et le compte de dépôt de la banque va être débité de ce montant. Les réserves des banques diminuent.

2. Cette *base monétaire* est *le fondement* d'une pyramide de crédits. Le phénomène du « multiplicateur monétaire » (ou multiplicateur de crédit) tient à ce que les banques peuvent multiplier les crédits au public dans la mesure

où les sommes prêtées reviennent en dépôt dans le système bancaire : « *loans make deposits* ». Plus l'actif des banques augmente (crédits à la clientèle), plus leur passif s'élève (dépôts de leur clientèle). La création de monnaie est donc un multiple de l'accroissement de la base monétaire : *le multiplicateur monétaire*, ou du crédit, est donc égal à la masse monétaire M2 - les dépôts bancaires à vue et certains dépôts à moyen terme - divisée par la base monétaire M0. Ce mécanisme n'est pas illimité, le multiplicateur est fini puisque les banques doivent (sont légalement obligées de) conserver des réserves (inscrites sur leur compte à la banque centrale).

Ainsi, lorsque le stock d'or augmente, donc la base monétaire, les crédits et la masse monétaire peuvent augmenter plus que proportionnellement, d'où un risque d'inflation, *sauf si* la Banque centrale *stérilise* ces entrées d'or en réduisant leurs prêts aux banques ou par une politique de vente de titres gouvernementaux aux banques pour éponger leurs liquidités.

Lorsque le public se précipite dans les banques pour retirer des billets, le multiplicateur monétaire fonctionne à la baisse, la réduction des dépôts oblige les banques à réduire leurs crédits au public plus que proportionnellement, d'où une déflation accrue par rapport à la base monétaire. De même lorsque le stock d'or diminue, lorsque les capitaux étrangers fuient le pays. Sauf, si la banque centrale compense la baisse des réserves par des prêts aux banques ou en leur achetant de bons du trésor afin d'accroître leur liquidités.

3. La vitesse de circulation de la monnaie, soit V, est le rythme d'utilisation de la monnaie, donc un rapport entre le produit social et la masse monétaire. Elle est généralement donnée par l'équation de Fisher simplifiée, V = PQ/M ou par le rapport du PIB à la masse monétaire Y/M (alors M2). Dans une économie de crédit, la vitesse de circulation des dépôts bancaires, soit V', est essentielle (elle donne une bonne approximation de V). C'est le rapport des comptes débiteurs des clients des banques (les crédits qui leur sont ouverts) aux dépôts de leurs clients. Cette vitesse augmente avec l'activité (et vice versa). Lorsqu'elle baisse, selon le principe « *loans make deposits* », le multiplicateur de crédit se réduit. Dans la grande déflation des années trente, M0 ne baisse pas, M2 baisse fortement et le PIB en valeur encore davantage (M2 chute avec le multiplicateur de crédit ainsi que V, Y baissant plus vite que M2).

Pour Friedman et Schwartz, les autorités de la Fed commirent au moins *quatre graves erreurs* à certains moments cruciaux : trois consistent à avoir resserré la politique monétaire, une à avoir arrêté de la relâcher. Et toutes reviennent à n'avoir pas lutté contre la chute de la masse monétaire[62].

62 En juillet 1927, alors que la hausse des cours de bourse était déjà très vive, la politique de la Fed avait été assouplie afin de soutenir le sterling après la visite de « trois pèlerins imposants » (*cf.* supra), d'où le renforcement de la bulle financière.

Cette présentation a le défaut de mettre l'accent sur des « erreurs », alors qu'il s'agissait de choix délibérés (défendre le dollar, éviter les sorties d'or) et des erreurs datées, alors que l'ensemble de la stratégie fut en défaut. Plus globalement, la faute de la Fed est de n'avoir pas, dès 1929 et de façon continue, pratiqué une politique très accommodante de façon à faire baisser au maximum le taux d'intérêt réel effectif et celui anticipé par le acteurs. Certes le taux nominal ne peut tomber au-dessous de zéro, mais il fallait placer à ce niveau le taux d'escompte de façon à ce que le taux réel ne soit pas supérieur à la baisse des prix, un niveau déjà énorme, et pratiquer un politique d'*open market* massive. Ce que fera Ben Bernanke (en l'élargissant encore) lors de la « Grande récession » du XXIe siècle, évitant l'effondrement.

Les quatre erreurs de la Fed selon Friedman et Schwartz

D'abord, ils donnent quitus à la Fed pour sa politique au lendemain immédiat du krach. Celle-ci baisse rapidement son *discount rate*, compense les prêts aux *brokers* abandonnés par les banques et autres apporteurs de capitaux, mène d'importants achats d'*open market* : si ce n'était pas suffisant (à cause de la baisse des prix et du niveau trop élevé du taux d'intérêt réel), cela allait dans la bonne direction. Les problèmes précèdent ou suivent.

La première erreur est d'avoir resserré la politique monétaire au printemps 1928 (*discount rate* jusqu'à 5 % en juillet et une forte politique de ventes d'*open market*) alors que l'économie sortait à peine du creux de 1927. On en sait les causes : la lutte contre la bulle spéculative et la volonté d'attirer les capitaux étrangers *pour contrer les sorties d'or dues à la politique de Poincaré* [Hamilton, 1987]. D'où l'entrée en récession.

La deuxième erreur est de même nature, elle consiste à avoir resserré la politique monétaire après la dévaluation du sterling en septembre 1931. Celle-ci avait provoqué une spéculation contre le dollar, d'où à la fois une sortie d'or et des retraits des dépôts bancaires émanant des capitalistes étrangers et des déposants américains dans une ambiance de crise bancaire. La réponse fut de défendre le dollar et l'étalon-or par un relèvement du taux d'escompte (pour attirer les capitaux étrangers, inverser les flux d'or). La spéculation contre le dollar fut stoppée, mais l'activité replongea, la crise bancaire fut renforcée, la masse monétaire et les prix s'effondrèrent, et donc la spirale déflationniste fut renforcée. Au lieu de veiller à l'activité économique, l'erreur à nouveau avait été de soutenir la valeur externe de la monnaie et son lien à l'or. Pour Friedman et Schwartz, il aurait fallu au contraire fournir largement des liquidités au marché, aux banques et, sur le front du dollar, les stocks d'or

étaient suffisants pour braver la spéculation, et si l'on était cependant acculé, il fallait suspendre temporairement les paiements en or, finalement une stratégie proche de l'expérience de la Banque d'Angleterre et de l'analyse de Bagehot.

La troisième erreur est différente. La Fed poussée par le Congrès, malgré les réticences de son « *Board* », avait accepté de mener une vigoureuse politique d'*open market* entre mars et juin 1932 (1,1 milliards de dollars[63]). Et ça fonctionne : comme Friedman et Schwartz l'observent, il y a un début de reprise. Cependant, lorsque le Congrès est ajourné mi-juillet 1932, *la Fed revient à sa stratégie erronée et stoppe l'open-market* (le *Board* croit, ou fait mine de croire, à une aisance monétaire). La relance fait place au rebond … de la crise.

La quatrième erreur est proche des deux premières. Roosevelt élu, mais pas encore Président en exercice (entre novembre 1932 et mars 1933), chacun, aux États-Unis comme à l'étranger, anticipe une dévaluation du dollar et même la rupture avec l'or. La spéculation se déchaîne pendant cette suspension du pouvoir typique des élections américaines (Roosevelt ne dit pas un mot pour retourner les anticipations, ce qu'Hoover lui reprochera). On retrouve, accentuées, les sorties d'or (*external drain*) et les retraits des étrangers et des nationaux (*internal drain*), le *run* pour obtenir de l'or[64], les faillites bancaires. Et la Fed défend le dollar à nouveau, elle durcit la politique monétaire : le taux d'escompte remonte de 2 % à 3,5 %. Comme les prix ont baissé en 1932 de 10,31 %, *le taux d'intérêt réel est proche du taux incroyable de* 7 %. En février 1933, la panique bancaire est à son maximum.

Pourquoi les autorités monétaires ne réagirent-elles pas en pratiquant un taux d'escompte nul et une politique d'achat de titres gouvernementaux infiniment plus massive de façon à stabiliser le niveau de la masse monétaire, pourquoi l'avoir laissé s'effondrer ?

(1) Elles craignent qu'une politique inflationniste ne provoque une attaque contre le dollar et son ancrage à l'or, des sorties d'or (lesquelles ont été conséquentes avant la crise au printemps 1928, après la dévaluation de la livre en septembre 1931 et, bien sûr dans l'intervalle entre l'élection de Roosevelt et sa prise de fonction, novembre 1932-mars 1933). Mais l'*external drain* de l'or était seulement dû aux anticipations d'une dévaluation du dollar. La Fed semble ne pas percevoir que cette

63 Le stock de titres d'État de la Fed passe de 700 millions à 1,8 milliards de dollars en quatre mois.

64 À cause de la ruée sur les dépôts, les billets de banque en circulation dans le public passent de 2,02 milliards de dollars en septembre 1931 à 4 milliards en mars 1933. Le ratio de l'or aux billets et aux dépôts qui était de 81,4 % juste avant que le Royaume-Uni quitte l'étalon-or tombe alors à 51,3 %.

politique n'est que de reflation : loin d'être inflationniste, elle ne ferait que compenser l'effondrement de la masse monétaire. Comment expliquer cette bévue ?

(2) Une explication tient à ce que le *Federal Reserve system*, depuis l'origine, est influencé par la doctrine des *real bills* dans l'esprit de Tooke et Fullarton. La doctrine, issue de Bagehot, du prêteur en dernier ressort n'est pas dans son ADN : son acte fondateur de 1913 précise que les crédits de la Fed se font en fonction du papier éligible présenté au réescompte. Il n'y a pas à s'inquiéter des effets inflationnistes des accroissements de la masse monétaire si celle-ci varie avec les besoins des affaires (exprimées par les effets de commerce escomptés)[65]. *Réciproquement* : il n'y a pas à s'inquiéter de la baisse de la masse monétaire si celle-ci suit la diminution des affaires. Une forme de « laissez-faire » qui, cependant, ne signifiait pas l'absence d'interventions. Selon la doctrine de la « monnaie élastique[66] », il faut et il suffit de stabiliser *la base monétaire* et il convient donc de stabiliser l'ensemble des réserves (or et réserves des banques commerciales) en particulier par des opérations d'*open market*[67]. Et cela est censé suffire.

Aussi lorsqu'il y avait des entrées d'or, à la suite d'une balance des paiements excédentaire (comme cela avait été le cas avant, pendant la guerre et dans les années vingt), la Fed les stérilisait. Par cette stérilisation, elle bloquait le rééquilibrage « automatique » des balances des paiements (c'est d'ailleurs l'un des but de l'opération) et elle créait une pression déflationniste à l'échelle mondiale.

En revanche, pendant les périodes où, du fait d'une balance commerciale déficitaire ou parce que les étrangers retirent leurs capitaux, il y a *des sorties d'or*, où lorsque les nationaux font des retraits de leurs dépôts, d'où réduction des réserves des banques, la Fed stabilise la base monétaire par un accroissement des crédits aux banques commerciales et des achats sur l'*open market*. C'est le cas à partir de 1931 et cette politique a été mise en œuvre, la base monétaire a même un peu augmenté, mais

65 Le *Federal Reserve Board* dans son célèbre 10e rapport pour 1923 écrit : « *It is the belief of the Board that there is little danger that the credit created and distributed by the Federal Reserve Banks will be in excessive volume if restricted to productive uses.* »

66 Sur les débats autour de la création de la Fed et la position de Kemmerer [Gomez-Betancourt, 2008].

67 Benjamin Strong (gouverneur de la Banque fédérale de New York) l'avait exposée (*U.S. House of Representatives*, 1926, p. 470, d'après [Wheelock, 1992].

très insuffisamment : la Fed a laissé *la masse monétaire se contracter de plus en plus fortement*.

(3) Le problème, en effet, est que le *multiplicateur monétaire* n'est pas constant. Dans la crise, il baisse fortement passant de 6,5 en 1930 à 3,5 en 1933, d'où la chute de la masse monétaire M2 de 46 milliards de dollars à 32,22 milliards [Friedman, Schwartz, 1970 ; Federal Reserve Series M2 SL]. Une déflation énorme, l'année de la plus forte baisse étant 1932 (-15,55 %).

La vitesse de circulation des dépôts bancaires est passée d'un maximum de presque 3 en octobre 1929 à seulement 0,81 en novembre 1932 (0,90 en mars 1933). Pourquoi cet effondrement de V ? Parce que les agents économiques préfèrent « rester liquides », thésauriser et garder leurs dépôts bancaires stériles et se refusent à emprunter et cela parce qu'ils ont des anticipations très négatives sur l'évolution de la demande globale et les rendements des investissements[68] : en termes simples, *les affaires se sont arrêtées*.

La Fed, comme les théoriciens du *banking* ou des *real bills*, a négligé le phénomène cumulatif (que Thornton avait explicité à la hausse, et qui fonctionne tragiquement à la baisse [Thornton, 1802, *1939*, 342]) de la relation entre masse monétaire et prix : si la baisse de la masse monétaire induit une baisse des prix, celle-ci réduit les besoins de monnaie et donc l'offre se réduit encore.

Pour Friedman et Schwartz, les erreurs de la Réserve fédérale, son incapacité à lutter contre la baisse de la masse monétaire, sont cause de l'effondrement des prix, des paniques bancaires, de l'écroulement de l'économie. Ils ont raison d'insister sur la puissance des forces monétaires lorsqu'elles sont engagées dans une direction déstabilisante. La politique a été « inepte », mais cela ne rend pas leur analyse causale univoque valide. Friedman et Schwartz ne se trompent pas en critiquant la politique de la Fed, mais leurs enchaînements sont discutables. La cause première de la dépression n'est pas simplement la baisse de M2. La dépression réelle et les crises bancaires, la baisse des prix surtout, via la baisse du multiplicateur de crédit, font baisser M2 et la vitesse de circulation de la monnaie, celles-ci produisant un effet en retour sur

68 Lionel Robbins explique qu'il n'y a pas de raréfaction voulue de l'offre de monnaie, mais une baisse de sa vitesse de circulation, les acteurs gardant leurs liquidités, n'empruntant plus [Robbins, 1934, chap. II, 19, Table 15 pour les données sur V'].

les prix et l'économie réelle. D'où une spirale à la baisse et il n'est pas possible de désigner une cause première unique.

(4) Probablement, les autorités de la Fed n'ont pas perçu ce qui se passait. *Elles croyaient à une aisance monétaire* dans la mesure où le taux d'intérêt du papier de qualité baissait et où les banques ne se précipitaient pas, au contraire, pour emprunter des réserves (sauf lors des phases paroxystiques de crise bancaire)[69]. Pour la Fed, il y avait pléthore de réserve des banques, ses dirigeants ne comprenant pas que cela tenait à ce que la demande de crédit avait fini par disparaître (le rapport réserves/dépôts était devenu très élevé). Les taux d'intérêt baissaient dans la mesure où l'offre de crédit s'effondrait, mais *moins vite* que la demande de crédit.

Dans une telle situation, la crise de l'économie réelle, les anticipations sur la continuation de cette dépression, effondrent la demande de crédit et l'offre de monnaie suit. Si les conditions d'un « *credit crunch* » sont réunies (les fonds propres des banques ont fondu), *il ne s'exerce pas car plus personne ne demande de crédit, sauf les insolvables* !

(5) Il est aussi des causes contingentes : la médiocrité des dirigeants de la Fed. Ainsi Irving Fisher (lors de son témoignage devant le Congrès en 1935), Friedman et Schwartz et de même Galbraith estiment que la mort de Benjamin Strong (octobre 1928) eut son importance[70]. Lui aurait agi (?) : lors des débuts de récessions de 1924 et 1927, il avait eu en effet une politique agressive d'achats d'*open market* et de baisse du *discount rate*. Le débat reste ouvert[71].

En 2002, Ben Bernanke tirera les leçons du comportement de la Fed dans les années trente et de sa lecture de Friedman et Schwartz [Bernanke, 2002 ; 1983 ; Pollin, 2008] ? Il note que leur analyse est l'une des premières à utiliser l'histoire pour identifier les causes et les effets dans un système économique complexe. La leçon essentielle est que les forces monétaires peuvent être extrêmement puissantes lorsqu'elles sont déclenchées dans une direction déstabilisatrice. Les banquiers centraux

69 C'est ce que l'on nomme le « *Riefler-Burgess framework* » (du nom de Winfield Riefler du *Federal Reserve Board* et de W. Randolph Burgess de la *New York Bank*) : si les taux d'intérêt sont bas et les emprunts des banques faibles, c'est la preuve que la politique monétaire est expansive, si les deux sont élevés, qu'elle est restrictive [Meltzer, 2003, 734-735, 161 ; Fishback, 2010, 392].

70 Alan Meltzer est plus nuancé [Meltzer, 2003, 284-411, 263, 411].

71 Pour une vue contraire [Temin, 1976 ; 1989].

doivent agir pour que l'économie bénéficie d'un « *stable monetary background* » (selon les termes de Friedman), et c'est ce qu'ils ne firent pas alors.

Bernanke conclut de façon prémonitoire, parlant au nom de la Fed[72] reconnaissant les erreurs passées relevées par les deux auteurs, il leur dit : « *You're right, we did it. We're very sorry. But thanks to you, we won't do it again* ». Il tiendra parole. *L'histoire pèse* et la connaissance par Bernanke de la crise de 1929 retentira sur son traitement de celle de 2007.

LES CRISES BANCAIRES

Sur ce terrain aussi, surtout, la « spirale vicieuse » est à l'œuvre.

D'un côté, l'effondrement de l'activité, l'insolvabilité des ménages face aux emprunts immobiliers, les faillites industrielles, celles des *farmers*, la multiplication de créances « pourries » dans les bilans des banques sont une cause majeure de leurs difficultés. Les banques cherchent à se désendetter, courent après les liquidités, elles sont prises en tenailles entre des dettes dont le poids réel augmente et des créances qui ont perdu leur valeur avec le défaut, ou le risque de défaut, de l'emprunteur. Comme tous les acteurs économiques, mais pour elles systématiquement, la banque est prise entre ses dettes et ses créances, elle transforme des emprunts à court terme en prêts à long terme. Le processus de *debt-deflation*, en alourdissant le poids des dettes réelles semblerait jouer des deux côtés du bilan, à l'allocation temporelle près : ce qu'elle perd comme débiteur (au passif), ne le gagne-t-elle pas comme créancier (à l'actif) ? Non, il y a asymétrie car une partie des créanciers devient insolvable ! Et cette asymétrie, d'ailleurs, joue pour tous les acteurs.

De l'autre côté, les crises bancaires expliquent la déflation, la baisse des prix renforçant la dépression. La masse monétaire, pour l'essentiel, est constituée du crédit bancaire et la crise de liquidité est donc synonyme de déflation. Les *runs*, les sorties d'or assèchent la base monétaire, la défiance des banques les unes envers les autres et de tout le monde envers les banques fait que personne ne prête à personne, et la monnaie disparaît avec la dette, la crise de solvabilité ajoutant encore ses effets réels lorsque les déposants perdent leurs avoirs.

Au départ, la Fed n'est pas restée l'arme au pied, elle a évité que des banques membres du système fédéral fassent faillite. S'il est vrai qu'il n'y

72 À partir de 2002, il est membre du conseil des gouverneurs de la Fed.

a pas eu de crise bancaire grave avant mai 1931, on peut aussi considérer que l'action de la Fed n'est pas pour rien dans cette situation. Ceci dit, lorsque les choses s'aggravent, la Fed semble paralysée.

Cela tient pour une part à l'idéologie « liquidationniste » du *Board*, *à la* Andrew Mellon (que les banques qui doivent tomber tombent, les plus saines survivront). Cela tient pour une autre part à ce que, ne pouvant viser deux objectifs largement contradictoires avec les seules armes de la politique monétaire, entre la sauvegarde des banques (et la relance économique) et la défense du dollar, la Fed choisit cette dernière.

Si l'on considère l'ensemble de la période, le massacre des banques et des actifs bancaires est spectaculaire. Il faut dire que le système bancaire américain est prodigieusement dispersé, la législation imposant cette situation en limitant la concurrence à l'avantage des petites banques : les banques d'un État ne peuvent ouvrir des guichets hors de cet État, voire doivent se contenter d'un établissement. En 1929, il y a 25.568 banques et la plupart sont de petites banques rurales. La sensibilité des petites banques aux aléas locaux est grande et elles sont fragiles, dépendantes des prêts interbancaires ; d'ailleurs près de 3.000 ont déjà disparues entre 1926 et 1929. En outre, seul un tiers des banques (8.700), certes les plus importantes (elles représentent 73 % des dépôts), sont membres du Système de Réserve. Pour les « non membres », la Fed n'a pas à intervenir. Au total, entre 1929 et 1933, 9.700 des 25.568 banques disparaissent.

Au plan local, il est intéressant d'observer que les politiques suivies par les banques fédérales régionales furent différentes. Par exemple, Richardson et Troost ont montré que, pour l'État du Mississipi, la banque fédérale d'Atlanta et celle de St Louis ont poursuivi des politiques différentes avec des résultats différents. Celle d'Atlanta, pour la partie sud de l'État, suivait une politique à la Bagehot, celle de St Louis, pour la partie nord de l'État, suivait d'abord une stratégie de « *real bills* ». La première réussit mieux de façon significative que la seconde à éviter les faillites bancaires pendant la crise de novembre 1930. Lorsqu'au milieu de 1931, la banque fédérale de St Louis se décida à appliquer une politique voisine de celle d'Atlanta, la différence disparut[73].

73 [Richardson, Troost, 2009]. Les auteurs ont utilisé diverses méthodes pour obtenir que les deux banques soient similaires en tous points, sauf quant à la politique suivie [Fishback, 2010, 400].

Globalement, le bilan bancaire de la crise est sévère puisqu'au début de 1934, 38 % des banques ont disparu, elles ne sont plus qu'un peu moins de 16.000. Mais il faut le relativiser : pour l'essentiel, les faillites concernent les banques non membres, le plus souvent de petites banques rurales. Il reste qu'entre 1929 et 1933, les liquidités des banques fondent (de 9,2 milliards de dollars à 7,8 milliards), les bilans se rétrécissent. En 1929, leurs actifs étaient de 72 milliards de dollars, les dépôts qu'elles géraient de 58 milliards, leur capital global de près de 10 milliards ; au plus bas, au printemps 1933, les chiffres sont respectivement de 51 milliards, 41,7 milliards et moins de 7,4 milliards. Il ne s'agit pas seulement de crises de liquidités, mais de crises de solvabilité : leurs créances dévalorisées ne suffisent plus à payer leurs dettes, les pertes détruisent le capital. Il ne suffit plus de fournir de la liquidité (par la Fed pour les banques membres), il faudrait une recapitalisation que nul, dans le privé, ne veut, ni ne peut assumer, et que l'État n'assumera partiellement que sous la Présidence de Roosevelt[74].

Les paniques bancaires ont joué un rôle déterminant dans l'effondrement des prix et de l'activité. Des mécanismes réels sont intervenus puisqu'à chaque suspension d'une banque, les déposants perdaient leurs avoirs et que le choc sur leur pouvoir d'achat pouvait être important (une peur auto-réalisatrice : les paniques produisant la banqueroute que les déposants craignaient). Les crises bancaires renforcèrent les difficultés des entreprises pour trouver des crédits et elles provoquèrent un accroissement du coût de l'intermédiation bancaire [Bernanke 1983 ; 1995 ; Bernanke, Harold, 1991]. L'étranglement de la trésorerie se répercutait sur les prix (ventes à des prix soldés), les salaires et l'emploi (licenciements par incapacité à payer les salaires).

Grâce à la Fed, les banques membres ne rencontrent pas de problèmes majeurs jusqu'en 1930, seules les petites banques, surtout rurales, sont touchées. *La première crise bancaire* se développe au dernier trimestre 1930, elle reste modeste : à nouveau principalement des banques rurales et l'effondrement de la *Bank of United State*. Son effet sur l'économie est

74 Pour assurer la liquidité des banques non-membres de la Fed, les grandes banques (à l'initiative de Hoover) ont créé le *National Credit Corporation*. Il va s'avérer impuissant. Hoover avait fondé, nous l'avons vu, le *Reconstruction Finance Corporation* (RFC) pour accorder des prêts aux banques. Malheureusement, pour assurer la transparence de ces prêts (après des accusations de favoritisme), la liste des banques assistées est publiée et cela provoqua une ruée sur ces banques en août 1932 ! [Hautcœur, 2009, 53].

peu perceptible. On observe même un certain redressement en début d'année 1931.

La deuxième crise bancaire intervient en mai 1931. Deux milles banques disparaissent cette années-là, mais la perte de la valeur des actifs n'est « que » de 1,2 milliards de dollars. La crise est-elle due à la baisse de la masse monétaire ? Celle-ci était restée presque stable jusqu'en 1930 ; en 1931 elle baisse de 6,65 %, ce qui n'est pas encore considérable. Les causes sont à chercher surtout hors des États-Unis : la crise bancaire en Europe centrale dès mai 1931, suivie de la déflagration de la dévaluation de la livre en septembre. La Fed choisit une politique de durcissement monétaire à partir d'octobre. N'aurait-elle pu laisser son (encore) important stock d'or se réduire quitte, en bout de course, à suspendre la convertibilité ?

Nous avons vu que *la troisième vague* de crise bancaire se situait entre l'élection de Roosevelt en novembre 1932 et son inauguration en mars 1933, les anticipations sur le décrochage du dollar alimentant une vive spéculation. En conséquence de la crise bancaire, la masse monétaire baisse très fortement (-15,55 % en 1932 et -10,62 en 1933), ce qui renforce cette crise. À l'arrière plan, on trouve le problème récurrent du dollar, et le choix en faveur de sa défense dans un intervalle de « vide » du pouvoir. Nous verrons que les mesures prises immédiatement par Roosevelt (suspension de la convertibilité-or du dollar, contrôle des changes, *bank holliday*) stoppent la crise.

En définitive, les « erreurs » de la Fed s'expliquent essentiellement par le choix de la défense du dollar et de l'étalon-or au prix de l'économie.

LE CARCAN DE L'ÉTALON-OR ET LES RÉPERCUSSIONS INTERNATIONALES

Au début de l'année 1931, la crise restait comparable à celle de 1920-1922 ou aux crises et récessions de fort niveau du passé. Son approfondissement, sa durée tiennent en grande partie au carcan de l'étalon-or et aux répercussions internationales : la crise en Europe centrale, la crise du sterling, leurs retombées sur la conjoncture américaine.

LE CARCAN DE L'ÉTALON-OR

Le problème est double. 1) Si les monnaies sont rattachées de façon rigide à l'or, qu'aucune dévaluation n'est possible (quelle qu'en soit la raison), si un choc inflationniste atteint un seul pays (quelle qu'en soit la cause), il ne pourra retrouver sa compétitivité que par une politique d'austérité budgétaire, de restriction monétaire pour faire baisser les prix et les salaires, ce qui est devenu d'autant plus difficile que depuis la fin du XIXe siècle, les salaires sont rigides à la baisse. 2) Si l'or, la monnaie internationale, est sous-évalué par rapport à toutes les monnaies, ou toutes les monnaies surévaluées par rapport à l'or, il y a une pression déflationniste globale (et l'or est aussi, surtout peut-être, mal réparti : au moment de la crise, il est concentré à 70 % dans les banques centrales américaine et française).

Aujourd'hui, avec la zone euro, on a reconstitué ce carcan avec d'autres moyens, mais avec des résultats de même nature.

Friedman et Schwartz furent parmi les premiers à établir précisément le lien entre la déflation de la masse monétaire, les politiques suivies et la plus ou moins grande force de la contrainte imposée par l'étalon-or. L'ouvrage de Barry Eichengreen, *Golden Fetters* synthétise les analyses et fait de ce « carcan d'or » le facteur essentiel de la durée et de la profondeur de la crise [Eichengreen, 1992 ; 2002]. On retrouve la crucifixion de l'économie sur une « croix d'or » de William J. Bryan. *Plus le carcan est serré du fait de la faiblesse des réserves d'or, plus la crise est sévère, plus vite une nation s'en libère, plus tôt elle sort de la crise.*

Certains pays, d'abord, n'avaient pas adopté l'étalon-or, pour des raisons diverses. Friedman et Schwartz citent la Chine restée fidèle à l'étalon-argent, les travaux postérieures [Choudhri, Kochin, 1980] ajoutent l'Espagne, le Japon (avec une très brève expérience d'étalon-or). Ces pays ne connurent pas la crise ou bénéficièrent d'un très rapide redémarrage.

Le Royaume-Uni (et les pays liés à la zone sterling) quitta la contrainte de l'étalon-or précocement, en septembre 1931, et dévalua de 30 %. L'expérience est concluante. Rapidement, la Grande-Bretagne retrouva la voie de la prospérité, dès l'été ou l'automne 1932. Les États-Unis ne suivirent la Grande-Bretagne qu'en 1933 (dévaluation de 41 %[75]) et ils remontent la pente en 1934 (même s'il y a une rechute en 1937-1938).

75 Le dollar flotte jusqu'en 1934. À cette date il est dévalué de 20.67 dollars l'once à 35 dollars l'once.

Le troisième cas est celui de la France. À la tête d'un stock d'or considérable, la France se refusa à suivre la voie de la dévaluation après le décrochage de la livre en 1931, puis celui du dollar en 1933. Elle opta pour une politique de déflation (Flandrin, Laval). L'idée était de retrouver la compétitivité en faisant baisser les salaires et les prix. Ce fut un échec : la France, atteinte tardivement par la crise, fut le dernier des grands pays à remonter la pente (le fond est atteint début 1936).

La France et la déflation Laval

Leader du « Bloc-or » (France, Belgique, Italie, Pays-Bas, Pologne et Suisse)[76], la France était en possession d'un stock d'or considérable après la stabilisation réalisée par Poincaré, même s'il avait commencé à se réduire. L'option de la dévaluation était écartée, le stock d'or ne protégeait-il pas la France ? L'opinion publique rejetait cette option jugée inflationniste et estimait, d'ailleurs de façon absurde, que Poincaré avait déjà dévalué le franc en juin 1928 (alors qu'il n'avait pas réévalué le franc à sa valeur de 1914) et que l'Angleterre, puis les États-Unis ne faisaient qui suivre (seul, pratiquement, Paul Reynaud était pour). L'effondrement de la compétitivité de l'économie française après les dévaluations anglo-saxonnes, la chute des exportations (elle commence avant la crise avec la remontée du franc) ont des conséquences gravissimes sur l'activité d'un pays très inséré dans le marché mondial. Le creux de l'activité est atteint en avril 1935, bien plus tardivement que dans les pays qui ont dévalué.

En mai 1935, malgré la politique modérément déflationniste par laquelle le ministère Flandin (depuis avril 1934) espère crédibiliser une baisse des prix suffisante pour resserrer le considérable différentiel de prix (il dépasse 20 %) avec ses principaux concurrents, *une crise monétaire éclate en France* en mai 1931, la plus violente depuis 1926 (elle va durer jusqu'en juin). Après la dévaluation de la monnaie belge (le belga) en mars 1935, ni les épargnants ni les institutions financières françaises et étrangères ne croient possible d'éviter la dévaluation. Tous estiment le bloc or condamné. À cela s'ajoute le creusement du déficit budgétaire, de la dette publique et la progression de la gauche aux élections (municipales), l'amorce de l'alliance des gauches qui donnera le Front populaire. On assiste à une ruée vers l'or de la part des épargnants français et de l'étranger, la banque de France voyant ses encaisses se réduire entre le 25 et le 30 mai au rythme de 5,6 milliards par jour. Simultanément la défiance envers la dette française s'accroît, les ventes de bons du Trésor s'emballent. La crise n'est finalement amortie que par trois hausses successives du taux

76 L'Italie abandonna l'étalon-or en mai 1934, la Belgique en mars 1935, la Pologne en 1936.

d'escompte, puis par la formation du gouvernement Laval qui s'entête dans le refus de toute dévaluation et obtient une certaine crédibilité en prônant une « déflation sauvage ». Il ne réalisera qu'une déflation budgétaire corrigée par une inflation monétaire.

La stratégie de Pierre Laval [Saint-Étienne, 1984 ; Beaudry, Portier, 2002, 83, Tableau IV ; Hautcœur, 1997] (celle du « Comité des experts » patronaux et financiers qui le conseillent, Claude-Joseph Gignoux, Raoul Dandry, Jacques Rueff[77], et surtout de Yves Bouthillier, directeur du Budget) va être de renforcer la pression déflationniste en imposant la baisse des prix qui dépendent de l'État et des traitements des fonctionnaires afin d'enclencher un processus général pour retrouver la compétitivité perdue. De toute manière, le différentiel de prix était trop élevé pour qu'il puisse être ainsi comblé (rigidité des salaires à la baisse). Laval fait passer (16 juillet 1935) un premier train de décrets réduisant de 10 % les dépenses de l'État, y compris les traitements des fonctionnaires et les intérêts des emprunts, imposant la réduction d'un même pourcentage des loyers, des tarifs du gaz et de l'électricité[78]. Simultanément, comme le déficit budgétaire ne diminue pas, le Trésor demande le concours de la Banque de France[79] qui le lui accorde et donc monétarise le déficit public, d'où une pression inflationniste qui vient contrebalancer la déflation budgétaire : là est la différence avec la tragique déflation du Chancelier Brüning. Malgré cette politique, la masse monétaire M2 (base 100 en 1929), stable encore en 1934 (120), chute en 1935 (115) et début 1936. Pourtant la base monétaire augmente avec la monétisation de la dette (le bilan de la Banque de France passe de 7.051 millions de francs en juillet 1935 à 17.333 millions en mai 1936), et heureusement, mais avec la baisse des échanges, le multiplicateur monétaire chute.

France : Statistiques de base, 1920-1938 [d'après [Saint-Étienne, 1984, 7].

	PIB[a]	PI[b]	i[c]	Stocks1[d]	Stocks2[d]	PG[e]	PC[f]
1920	65	53	5,73	48	44	83	61
1921	64	49	5,79	47	43	57	55
1922	74	63	5,11	48	45	54	49
1923	78	69	5,00	51	48	69	54
1924	86	80	5,99	54	50	80	62

77 En 1934, Jacques Rueff sera sous-directeur, puis directeur-adjoint du Mouvement général des fonds (l'équivalent du Trésor, voire d'un Ministère de l'économie) sous Wilfrid Baumgartner (depuis le ministère Flandrin en 1935), puis directeur (en novembre 1936, sous le gouvernement de Front populaire).

78 Il y aura un deuxième, puis un troisième train de décrets (en tout 317 décrets).

79 Le Trésor ne veut, ni ne peut se financer sur le marché monétaire. Il ne le veut pas craignant de faire monter le taux d'intérêt (il y a donc accord sur ce point entre la banque de France et le Trésor : une déflation budgétaire, pas par la politique monétaire). Il ne le peut pas car la défiance est trop grande envers les bons du Trésor.

1925	87	80	6,53	70	64	90	70
1926	88	87	6,58	75	69	115	91
1927	87	83	5,22	85	80	101	91
1928	92	93	3,53	98	95	102	90
1929	100	100	3,50	100	100	100	100
1930	97	100	2,72	112	113	87	100
1931	93	88	2,11	118	125	74	100
1932	89	78	2,50	115	125	65	89
1933	93	85	2,50	108	120	62	85
1934	93	80	2,70	107	120	59	80
1935	90	78	3,40	100	115	56	72
1936	91	82	3,67	109	121	65	79
1937	96	86	3,81	118	129	90	100
1938	96	81	2,76	138	146	103	116

a : PIB réel (à prix constants), 1929 = 100
b : Index production industrielle de Vincent in Sauvy, 1929 = 100
c : Taux d'escompte, Banque centrale
d : Stocks en fin de période, 1929 = 100
e : Prix de gros, 1929 = 100
f : Prix à la consommation, 1929 = 100

En définitive, en 1935 l'économie française trouve son point le plus bas de toute la période 1929-1938 (pour le PIB à peine dépassé par 1932). La chute est générale depuis 1932 : pour le PIB de l'indice 93 à 90, pour la production industrielle de 80 à 78, pour le prix de gros de 59 à 56 et pour les prix à la consommation de 80 à 72. Ajoutons que le taux de chômage augmente de 13,80 % à 14,5 %. Malgré l'austérité, le déficit budgétaire passe de 8,8 à 10, 4 milliards de francs entre 1934 et 1935[80] (l'austérité réussit à maintenir les dépenses à 49,9, mais réduit les recettes de 41,1 à 39,5) *et la dette publique atteint* (en % du PIB) *son plus haut niveau séculaire à 200 %* (record atteint à nouveau en 1945). Cependant, grâce à l'inflation monétaire venant en compensation, la baisse de croissance est moindre que ce que l'on aurait pu craindre. Mais le différentiel de compétitivité n'est pas réduit. La France est pratiquement le seul pays industriel à rester en dépression début 1936[81].

80 Il atteindra 27,7 % en 1938.

81 L'indice de production industrielle (SDN annuaire statistique, 1939, base 100 en 1929) tombe de 78 en 1934 à 76 en 1935 (États-Unis : 66 en 1934, 76 en 1935, Allemagne respectivement 83, 95, Royaume-Uni : 99, 106).

En juin 1936, le Front populaire provoquera une forte hausse des salaires et un retour de l'inflation. Il devra se résoudre à dévaluer en octobre 1936 et ce n'est qu'alors que la reprise s'initie (*cf.* infra).

La quatrième catégorie est celle des pays vaincus de la Première guerre mondiale, l'Autriche, l'Allemagne, la Hongrie. Ils avaient vu leur système monétaire s'effondrer et leurs banques sont fragilisées, ils manquent de capitaux et ils avaient retrouvés les contraintes de l'étalon-or sans en avoir les moyens ne disposant que de modestes stocks d'or. Ils connurent une déflation violente avec crises bancaire et financières, l'activité économique et l'emploi s'effondrèrent avec des conséquences tragiques. La stratégie de sortie de crise (1934) opérée par le National-socialisme – une économie de guerre[82] dans une société totalitaire – comportait le contrôle des changes combiné à des accords de clearing inégaux[83] avec les pays d'Europe dominés, puis des pays vaincus.

Une présentation par type de pays est insuffisante, *le fait décisif étant l'absence de coordination internationale* et les répercussions internationales de la succession des décrochages des monnaies, les premiers étant les plus efficaces. Une situation de guerre des monnaies commencée par le Royaume-Uni et prolongée par les États-Unis, la France (et le Bloc-or) se tirant une balle dans le pied. Le Royaume-Uni réussit en effet à se sortir d'affaire par une *Beggar my Neighbour Policy* massive, cette politique du « passe à ton voisin » qui consiste à exporter son chômage et la dépression par une dévaluation compétitive. La dévaluation du sterling se traduisit

82 Commandes d'État, crédit dirigiste, inflation de crédit et de billets, mais prix et salaires administrés, puis autarcie impérialiste.

83 Le système du clearing ou des accords de compensation règnera après la Seconde guerre mondiale. Il évite le change de monnaies entre pays, c'est donc une forme de troc, mais avec possibilité d'accumuler dans certaines limites (de montant et de durée) des dettes avec des taux d'échange entre monnaies négociés. Les exportateurs d'un pays sont payés par les importateurs de ce même pays : le fournisseur du pays A est payé par la chambre de compensation de son pays (grâce aux sommes versées par les importateurs du même pays), l'acheteur du pays B paye en sa monnaie à la chambre de compensation de son pays (ce qui permettra de payer les exportateurs de ce pays), les échanges devraient plus ou moins s'équilibrer. Évidemment, lorsqu'il y a domination économique (l'Allemagne sur l'Europe centrale dès avant la guerre) ou, pire, conquête (la France après 1940), le taux de change est imposé et la possibilité d'accumuler des dettes sans limites. La chambre de compensation allemande sera massivement débitrice par rapport à celles des pays occupés ou dominés lorsque son État fait faillite en 1945.

presqu'immédiatement par un renforcement de la crise dans les pays qui n'ont pas dévalués, particulièrement les États-Unis et l'Allemagne, et il en va de même avec le décrochage des États-Unis, tragique pour ceux qui restent accrochés à leur parité par rapport à l'or, la France et le Bloc-or. L'échec de la trop tardive conférence de Londres en novembre 1933 était fatal, la France plaidait pour la déflation et finalement Roosevelt (il avait déjà rompu le lien avec l'or le 19 avril 1933 et le dollar s'était dévalorisé fortement) envoya un message en novembre affirmant son refus de tout accord de stabilisation des monnaies (il voulait que la chute du dollar se continue). Cela a surtout coûté cher aux pays du bloc-or.

Il aurait fallu, par un accord international *briser le carcan*, abolir cette « relique barbare » (Keynes), ce « vieux fétiche » (Roosevelt) et que soit adopté un système de flottaison des monnaies (qui aurait permis de remplacer les chocs par des ajustements graduels). Si cela s'avérait impossible, il fallait au moins *desserrer* le carcan en jouant le jeu du *Gold Exchange Standard* (une seule monnaie pivot, le dollar, voire deux en ajoutant la livre), *mais en dévaluant massivement toutes les monnaies* par rapport à l'or. Si toutes les grandes monnaies avaient suivie la livre en 1931, certes il n'y aurait pas eu l'effet *Beggar my Neighbour* pour les premiers sortants, mais la monnaie internationale aurait été réévaluée par rapport à l'ensemble des monnaies et l'abondance d'or aurait réduit la pression déflationniste [Temin, 1989, 77].

LE CONTRECOUP DE LA CRISE EN EUROPE CENTRALE ET LA TRAGIQUE « *DEFLATIONSPOLITIK* » DE BRÜNING

La crise bancaire débute en Autriche par la chute du *Creditanstalt*, la banque des Rothschild, l'une des plus importantes banques autrichiennes. Elle était en difficulté depuis de nombreuses années, mais avec la crise, elle devient insolvable, les pertes subies correspondant à l'essentiel de ses fonds propres. Le 8 mai 1931, sa situation est rendue publique et les déposants se ruent aux guichets pour retirer leur argent. Le 11 mai, la banque est en faillite. Le choc est immense sur les banques et l'économie autrichienne. Elle détient en effet la moitié des dépôts des banques et finance une fraction considérable des entreprises. Le schilling est immédiatement attaqué. Malgré un prêt de la *Bank of England*, l'instauration d'un contrôle des changes et la garantie par l'État des dépôts, la crise est systémique et l'économie autrichienne s'effondre.

Les liens entre la banque autrichienne et les banques allemandes étant très serrés, immédiatement les étrangers retirent des banques allemandes leurs capitaux placés à court terme tandis que la panique gagne les déposants. Le Chancelier Brüning en profite pour annoncer l'incapacité pour l'Allemagne de continuer à payer les réparations (d'où le moratoire Hoover), accroissant encore la panique. Un taux d'escompte de 7 % n'enraye ni la crise bancaire, ni les sorties de capitaux, d'où la fonte des réserves en or de la *Reichsbank*. Les banques centrales étrangères refusent de continuer à prêter. La *Danat-Bank*, après l'effondrement de son débiteur, la *Nordwolle*, ne peut résister à l'assaut des déposants. Elle ferme ses guichets le 13 juillet. La *Dresdner Bank* est également atteinte pour les mêmes raisons. Le 14, toutes les banques sont fermées. Le taux d'escompte doit être élevé à 10 %, puis même 15 %. Le gouvernement doit se résoudre à supprimer la convertibilité du reichsmark, à imposer le contrôle des changes, à prendre le contrôle de fait de nombreuses banques (par exemple la *Dresdner Bank* devient à 90 % nationalisée, en 1934 elle rachètera ses parts à l'État). Le Reich crée (25 juillet 1931), une banque d'acceptation et de garantie (*Akzept und Garantie Bank*) pour soutenir les banques en escomptant leurs effets ou en accordant des crédits (jusqu'à la fin de l'année 1931, elle met 1,75 milliard de RM à leur disposition). L'Allemagne impose un moratoire sur les dettes étrangères : le 16 juillet, les créances de l'étranger sont soumises à autorisation de l'État, les avoirs étrangers sont bloqués sur place. La crise bancaire est stoppée au prix d'une faillite de fait du système bancaire aux conséquences internationales considérables.

Pour comprendre le caractère dramatique de la situation allemande [Johsua, 1999, 195 ss], il faut rappeler la fragilité du rétablissement monétaire de 1924, soutenu par des taux d'intérêt élevés et des prêts à court terme de l'étranger. Malgré quelques brillantes périodes d'expansion depuis la brutale déflation de 1924, l'économie restait fragile, spéculative (d'où le krach boursier de 1927), soutenue par l'entrée de capitaux américains. Et la crise avait commencé en Allemagne dès 1928. À cette date en effet, les capitaux se précipitent vers les États-Unis, attirés par la hausse du taux d'escompte et la bulle de Wall Street. L'Allemagne hausse son taux d'escompte à 7 %, puis 7,5 %, avec comme unique résultat d'enfoncer l'économie dans une brutale récession, les capitaux continuant de fuir le pays.

Le problème majeur à l'arrière plan de la crise bancaire autrichienne et allemande est le manque de capitaux, l'endettement envers l'étranger, l'Angleterre et surtout les États-Unis, en relation au déficit de la balance commerciale, au paiement des réparations[84] et aux besoins considérables de financement de l'investissement (très dynamique jusqu'en 1928). D'où un endettement à court terme envers l'étranger pour financer des opérations domestiques à long terme : les banques américaines prêtent massivement à très court terme aux banques allemandes qui prêtent à long terme aux entreprises.

Avec la crise, la course aux liquidités se développant à l'échelle mondiale, les opérateurs américains rapatrient leurs capitaux. Les banques allemandes et autrichiennes sont prises en étau. Les capitaux à court terme refluent vers les États-Unis, non plus pour bénéficier des taux élevés ou participer à la spéculation haussière, mais parce que les banques et les firmes américaines ont besoin de liquidité et d'éponger leurs pertes afin d'éviter l'insolvabilité. Les banques autrichiennes et allemandes engagées à long terme ne peuvent récupérer leurs créances, et cela d'autant plus que ces créances ont souvent été dévalorisées, voire ont perdu toute valeur, avec les pertes ou les faillites des entreprises.

Le drame n'aurait pas été tel sans la réaction du gouvernement allemand. Le Chancelier Brüning (entre mars 1930 et mai 1932) réagit en pratiquant une politique déflationniste. Ne parlons pas de la réaction pendant la crise bancaire, mais par la suite, alors que la base monétaire se réduit vivement (sorties d'or, retraits des dépôts), que le multiplicateur monétaire s'effondre, donc la masse monétaire, il maintient avec la *Reichsbank* des conditions monétaires sévèrement restrictives, un taux d'escompte très élevé (alors que les prix chutent vivement) de 8 %, puis encore 7 % jusqu'en février 1932. Après le décrochage de la livre, Heinrich Brüning crut nécessaire de renforcer la déflation pour retrouver la compétitivité par des baisses de prix et des salaires. Même Friedrich Hayek admettra [1939] que la politique de H. Brüning avait (peut-être) été politiquement erronée[85]. Rétrospectivement, elle a été criminelle !

84 Hoover propose un moratoire d'un an sur les réparations allemandes et les dettes interalliées en juin 1931. Il sera accepté par les grandes puissances (en juillet par la France). À la conférence de Lausanne de juillet 1932, les réparations seront soldées, un solde jamais payé.

85 « *There may be desperate situations in which it may indeed be necessary to increase employment at all costs, even if it be only for a short period – perhaps the situation in which Dr. Brüning found*

La crise systémique et la politique de Brüning expliquent l'effondrement de l'Allemagne à la fin de l'année 1931 et au début 1932. En 1929, le taux de chômage était déjà de 13,3 %, il monte à 22,7 % en 1930, 34,4 en 1931 *et à 43,8 %* en 1932. Le produit national net (base 100 en 1928) est encore de 93 en 1930, mais de 74 en 1931 *et de 48* en 1932 [Eichengreen, Hatton, 1988, 6 (chômage), 186 (NNP)]. Les chiffres de 1932 expliquent (certes avec d'autres éléments) les résultats du Parti National Socialiste aux élections de juillet 1932[86]. Le 30 mai 1932, le président Hindenburg démet de ses fonctions le Chancelier Brüning et charge Franz von Papen de former le nouveau gouvernement. Aux élections du 31 juillet 1932, le NSDAP obtient 230 sièges au Reichstag, le SPD (social-démocrate) 133 sièges, le Zentrum 97, le KPD (communistes) 89 (5 200 000 voix). Après une motion de censure contre le gouvernement von Papen, le Reichstag est dissous par celui-ci. Aux nouvelles élections le 6 novembre, les nazis obtiennent 196 sièges au Reichstag. Ils perdent près de 2 millions de voix et 34 sièges, mais les dirigeants des grandes entreprises, à l'initiative de Schacht, demandent à Hindenburg d'appeler Hitler à la Chancellerie (l'adresse était signée de Krupp, Cuno, Reusch, Haniel, Siemens, Thyssen, Bosch …). Ce qu'il choisit de faire le 30 janvier 1933.

La crise bancaire allemande rétroagit immédiatement aux États-Unis. Les banques américaines avaient prêtées des sommes astronomiques aux banques allemandes et est-européennes[87]. D'abord estimées à 5 milliards de dollars, elles furent réévaluées par la BRI (Banque des règlements internationaux) en 1934 à 10 milliards. La perte de ces créances fait craindre une crise de liquidité, voire l'insolvabilité, des banques américaines. D'où la panique bancaire, le *run* aux guichets et les fermetures de banques. Si cette deuxième vague de crises bancaires s'explique par la conjoncture en Europe centrale et la faillite du système bancaire allemand, plus profondément, elle tient aux pratiques des banquiers.

---

himself in Germany in 1932 was such a situation in which desperate means would have been justified. » C'est la politique du desperado : « *the policy of the desperado who has nothing to lose and everything to gain from a short breathing space* » [Hayek, 1939, 63-64, n.].

86 Premier parti avec 37,3 % des suffrages, 230 sièges (+123) sur 608. Les sociaux démocrates (21,6 %, 133 sièges, -10) et les communistes (14,3 %, 89 sièges, +12)

87 Il s'agissait d'acceptations bancaires, des traites à 60 ou 90 jours adossées en grande partie sur des « connaissements » – *bills of lading* – représentant des marchandises embarquées, non encore livrées, garanties par les banques.

La crise allemande réagit sur la situation de l'Angleterre, les banques y étant également fortement engagées par des prêts à court terme aux banques d'Europe centrale. Dès juillet 1931, le sterling est attaqué. La banque de France commence à retirer ses dépôts d'or de la *Bank of England* (et de la Fed). Les sorties de capitaux et d'or s'accroissent rapidement entre juillet et septembre et les réserves fondent, la panique se porte sur les dépôts, non pour thésauriser les *banknotes*, mais pour les convertir en or. Le 21 septembre 1931, sous le gouvernement d'union nationale (travaillistes, conservateurs, libéraux) de Ramsay MacDonald, la livre décroche de l'or et dévalue de 30 %. Sous la contrainte, MacDonald finit par suivre les recommandations de Keynes qui l'avait exhorté de dévaluer de 25 % plutôt que de continuer à mener une politique déflationniste[88].

La crise allemande n'est pas responsable de la crise de la livre, elle n'en a été que le détonateur. La prétention churchillienne de retrouver le taux de convertibilité d'avant 1914 et la politique de déflation sont les grands responsables. La place de Londres a imposé cette réévaluation pour protéger son rôle mondial, vendre ses services financiers, prêter à court comme à long terme, quitte à s'endetter à court terme, toutes opérations qui permettaient d'importants profits à toute une classe financière.

La livre était devenue trop chère, la balance commerciale des marchandises (« visibles ») était structurellement déficitaire, même si la balance des transactions courantes, grâce à la balance des services (le fret

88 En 1926, le parti libéral que Keynes soutenait se divise entre Llyod George et Asquith, le second partisan d'une ligne ferme contre la grève générale, le premier plus ouvert. Keynes soutient le second (Margot Asquith, dont il avait été très proche, ne lui pardonnera pas cette « trahison »). En 1928, Keynes soutient le programme libéral en rédigeant avec Hubert Henderson « *Can Llyod George do it ?* » [Keynes, Henderson, 1928], résumé des propositions keynésiennes pour sortir du marasme que la politique déflationniste a provoqué. Les travaillistes gagnent les élections alors même qu'ils n'ont aucun programme et sont dubitatifs devant les propositions de Keynes. Le gouvernement dirigé par Ramsay Mac Donald, Philippe Snowden étant Chancelier de l'Échiquier, va être confronté à la crise de 1929. Il réunit des commissions (où Keynes joue un rôle important), mais n'agit pas. Finalement en juillet 1931, le « *May Comitee* » propose une politique de coupes budgétaires avec une forte réduction des allocations aux chômeurs. MacDonald et Snowden reprennent ces propositions à leur compte, mais la majorité du gouvernement travailliste s'y refuse, d'où une crise gouvernementale. MacDonald (toujours avec Snowden) forme alors un gouvernement d'Union nationale soutenu par les conservateurs et les libéraux (il finira par être exclu du parti travailliste) qui mènera une politique d'austérité, réduira les allocations chômage, élèvera le taux d'escompte … sans réduire les sorties d'or. Il devra dévaluer (Montagu Norman était alors en congé pour maladie).

et les services financiers) et aux entrées des revenus du capital anglais à l'étranger, restait excédentaire. Cet excédent était cependant incomparablement plus faible qu'avant 1914 (une grande partie du capital anglais à l'étranger avait été liquidée pendant la guerre). La place de Londres ne pouvait donc continuer à jouer son rôle de prêteur à long terme au reste du monde qu'en empruntant à court terme aux États-Unis (sans compter, nous l'avons vu, que ses banques prenaient le risque de prêts à court terme à l'Europe centrale).

Le retour de flamme vers les États-Unis fut d'autant plus violent que la Réserve fédérale voulu continuer à maintenir la convertibilité-or du dollar, élevant le *discount rate* de 1,5 % à 3 % en octobre 1931, enfonçant davantage l'économie dans la déflation et la dépression sans éviter le renforcement de la crise bancaire.

PROTECTIONNISME

L'une des erreurs de Hoover fut le traité Hawley-Smoot[89] adopté en juin 1930. Il eut le tort de le laisser passer alors qu'il y était opposé [Irwin, 2002 ; 2008a ; 2008b ; Eichengreen, 1989 ; Dockès, 2009]. Seules au départ devaient être protégées les productions agricoles, mais les propositions de la Maison-Blanche furent durcies par le Congrès et il y eut 890 accroissements de taux. Le taux moyen de protection passa de 40 % (le tarif de 1922 déjà fortement protectionniste) à 48 %. Malgré une pétition signée par plus d'un millier économistes, dont Frank Taussig, Paul Douglas, Irving Fisher, adjurant Hoover de ne pas signer, celui-ci s'y résolut.

La possibilité de rétorsions avait été négligée dans les discussions. Les États-Unis étaient persuadés de l'autonomie des tarifs américains (ils considéraient leurs tarifs comme non-négociables, les accroissant de 50 % en cas de discrimination contre leurs produits). Une première vague de rétorsions vient de Cuba, du Mexique, de la France, de l'Italie, de l'Espagne, de l'Australie et de la Nouvelle-Zélande.

Surtout, deux mois après avoir suspendu l'étalon or, le Royaume-Uni abandonne le libre-échange[90], une double révolution par rapport

89 Le député Willis C. Hawley et le sénateur Reed Smoot, tous les deux Républicains.

90 [Foreman-Peck, Andrew Hugues Hallet, Yue Ma, 1998] : si le Royaume-Uni avait mis en place cette protection dix-huit mois plus tôt, il aurait pu sauver la livre. J. M. Keynes en était conscient, il était *alors* favorable à de tels tarifs. Opposé au protectionnisme comme

à des institutions quasi séculaires, piliers de la grandeur britannique (avec la City, la marine et l'Empire) et de l'ordre mondial. *The Abnormal Importations Act* de 1931 permet des droits *ad valorem* de 100 %. En novembre et décembre 1931, trois longues listes de produits manufacturés taxés à 50 % sont publiées, puis deux listes de produits agricoles taxés à 33,3 % en moyenne. L'année suivante (avril 1932), l'acte est consolidé par l'*Import Duties Act*. Un tarif général de 10 % est institué et un *Import Duties Advisory Committee* est créé pour déterminer le montant des droits. Et, mois après mois, les droits augmentent. En août 1932, la Conférence d'Ottawa réorganise les échanges au sein du *Commonwealth*[91] et institue la préférence impériale. En moyenne en 1937, le taux de protection atteint 17 %-19 %.

Confrontés à ces deux chocs que sont la dévaluation compétitive du sterling et la protection, les pays concurrents réagissent à nouveau. La France accroît ses droits sur les importations anglaises de 15 %[92]. L'Italie, l'Allemagne agissent de même. De septembre 1931 à juillet 1932, « l'introduction de restrictions commerciales atteint les proportions d'une panique » écrit J. B. Condliffe, le rédacteur de *La situation économique mondiale, 1931-1932* pour la SDN. À travers le monde, on note 110 augmentations générales ou partielles des tarifs, 50 contingents d'importation ou système de licence ; à onze reprises sont mis en place des monopoles d'importations et à onze reprises également des prohibitions totales d'importation de certains produits. Même s'il y eut des négociations bilatérales et quelques accords, la marche à la protection continue en 1933, la dévaluation compétitive du dollar incitant à de nouvelles mesures[93]. Pendant toute la période, dévaluations compétitives et mesures protectionnistes se répondent les unes aux autres.

---

politique de long terme, il a pris des positions pragmatiques variables. En 1922, dans sa série d'articles du *Manchester Guardian Commercial*, il est partisan du libre-échange, en 1923, il est hostile au programme protectionniste des Conservateurs. Au printemps 1931, avec les développements de la crise financière en Europe centrale, Keynes se déclare en faveur d'un tarif. À la suite de la dévaluation de la livre, il estime que les tarifs sont redevenus nuisibles. Sur Keynes et le protectionnisme [Eichengreen, 1984, p. 364 ss].

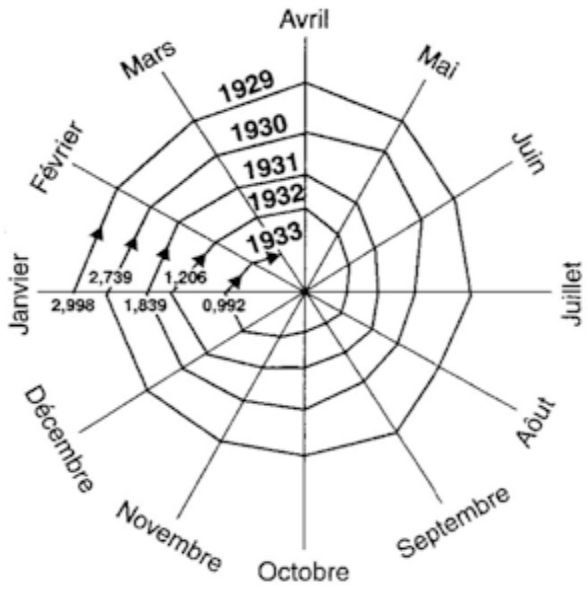
91 Le *British Commonwealth of Nations* avait été institué par le *Statute of Westminster* de décembre 1931.

92 La mesure sera retirée en 1934 après protestation britannique, mais les quotas du Royaume-Uni sont restreints presque immédiatement.

93 Cependant, le vote du *Reciprocal Trade Agreements Act* de 1934 permit au Président des États-Unis de baisser éventuellement de 50% les tarifs sur une base de négociations

Dès 1931, l'Allemagne était revenue au contrôle des changes, en 1932 elle avait accru ses tarifs de 100 % (ses importations retombent au niveau de 1898). En janvier 1933, Hitler prend le pouvoir et dès 1934 (nouveau Plan Schacht), l'Allemagne met en place un double taux de change et renforce la marche au dirigisme et au réarmement. En 1935, l'autarcie est proclamée. Elle n'était pas possible dans les frontières de 1933, d'où la notion de *Lebensraum* (espace vital), la volonté de constituer un empire par des conquêtes en Europe.

Quelles furent les conséquences de ces pratiques protectionnistes sur le commerce mondial et sur la conjoncture ?



La spirale de la contraction du marché mondial
De janvier 1929 à mars 1933
Valeurs mensuelles en milliards de dollars
Des importations de 75 pays. Source SDN

bilatérales : entre 1934 et 1939, 19 accords seront signés par les États-Unis sur une base bilatérale avec d'autres pays américains, également avec la Belgique, les Pays-Bas, la France, la Suède, la Suisse, la Tchécoslovaquie.

Le célèbre graphique de la SDN (réalisé par l'*Institut für Konjunkturforschung* autrichien) montre l'effondrement cumulatif du commerce mondial. Les données sont en valeur et la chute des prix internationaux explique que le commerce mondial soit passé de près de 3.000 milliards de dollars à 1.000 milliards de dollars entre janvier 1929 et mars 1933. Au lieu d'être des deux tiers, en volume la baisse ne serait que d'un tiers, et 40 % entre 1929 et 1935. Le protectionnisme n'est pas responsable de l'ensemble de cette baisse ; selon D. A. Irwin, pour les États-Unis, il serait cause d'un quart de cet effondrement.

À partir des données de la SDN [Gazier, 2009, 21], on observe pour l'ensemble de l'économie mondiale que lors de l'effondrement entre 1929 et 1932, la production industrielle est la plus touchée (de base 100 en 1929 à 65), la moins atteinte est la production de base, la chute du commerce mondial en volume étant intermédiaire, chutant de 100 à 73. Lorsque l'économie, particulièrement l'industrie, repart, le commerce est à la traîne du fait du protectionnisme, il ne remonte doucement qu'à partir de 1936.

Tout le monde se protégeant, les États-Unis qui avaient tiré les premiers avec le tarif Hawley-Smoot n'en ont pas profité, au contraire. En revanche, les dévaluations compétitives ont donné un avantage aux premiers à tirer. L'Angleterre, en dévaluant en 1931 et en se protégeant a pu redémarrer dès 1932. Les États-Unis n'ont pu le faire qu'après la dévaluation de 1933. La France et le Bloc-or se sont enferrés dans la déflation jusqu'en 1936. Quant à l'Allemagne très protégée et avec contrôle des changes, son économie se redresse à partir du second semestre 1932, trop tard pour empêcher la montée d'Hitler. Après 1933, la croissance économique allemande est celle d'une économie de guerre, un corporatisme d'État pour une autarcie impérialiste.

LE RÉEL : L'EFFONDREMENT DE LA DEMANDE GLOBALE ET LE CHÔMAGE

La récession a affecté les grandeurs réelles de l'économie (production, investissement, emploi, revenus) dès l'été 1929, donc avant le krach, l'immobilier et l'agriculture étant entrés en crise plus précocement.

Malgré la croissance des inégalités, malgré un accroissement plus rapide de la productivité que des salaires dans le secteur manufacturier, nous avons vu qu'il n'est pas possible d'attribuer l'entrée en crise à la sous-consommation. Les bases de la croissance de la consommation étaient fragilisées, mais elle restait soutenue grâce à l'endettement des ménages. De même, les anticipations de rendements des investissements n'étaient pas dégradées au milieu de l'année 1929, même si le taux d'investissement avait continué à baisser (17,4 en 1929) depuis les taux très élevés de 1925 (19,3 %). Si le surinvestissement est réel, il n'est pas perceptible dans la mesure où le taux de profit ne baisse pas ; il est dopé par la spéculation, l'« *overtrading* », « l'aventurisme ». Le commerce extérieur se porte encore bien (le commerce mondial s'accroît jusqu'en avril, voire septembre 1929) et les exportations américaines progressent. S'il y a un retournement de conjoncture dès août 1929 (selon le NBER), il n'est pas possible d'attribuer l'entrée en crise à une chute de la demande globale, même si l'économie américaine est comme ces personnages de *cartoons* qui continuent de courir alors qu'ils sont déjà au-delà de la falaise.

La profondeur et la durée de la Grande crise s'expliquent, en revanche, par la baisse cumulative et interconnectée de toutes les composantes de la demande effective. Faillites, chômage, chute de la consommation, donc de la demande d'investissement, d'où celle de la production des biens d'équipement, d'où un nouveau train de licenciements, la chute de la consommation, et la spirale continue. Les exportations s'effondrent avec la mondialisation de la crise, indépendamment même de la montée du protectionnisme. La crise boursière, les crises bancaires, la déflation sont en relation réciproque avec la spirale de baisse de la demande. Non seulement ces phénomènes monétaires et financiers sont une cause majeure de la chute de la demande, mais l'effondrement de l'activité accroît la déflation (la baisse de la masse monétaire est en grande partie due à la chute du multiplicateur de crédit et la vitesse de circulation de la monnaie chute également avec l'activité).

Le phénomène donne le vertige : le PNB en dollars courants chute de 103,5 milliards de dollars en 1929 à 56,4 milliards début 1932.

La chute de la consommation pourrait avoir joué un rôle plus important que la baisse de l'investissement. Le taux d'investissement (investissements bruts/PNB) américain est cependant divisé par deux entre 1929

et 1933 (il passe de 17,6 en 1929 à 15,9 en 1930, 13 en 1931, 9,3 en 1932 et 8,8 en 1933 [Maddison, 1964, *2006*][94]). La chute de la demande de consommation affecte les biens durables, mais aussi la consommation courante qui aurait dû résister. La crise de surendettement peut expliquer la chute de la demande de biens durables en 1930, mais la baisse de 50 % de cette demande de 1930 à 1933 et plus encore la chute de près de 17 % de celle de biens non durables ne s'explique que par l'effet du chômage sur le revenu disponible des ménages[95]. Phénomène prodigieux, la demande disparaît comme dans une trappe ! L'emploi aussi. On pourrait se croire dans l'apologue de la plantation bananière de Keynes dans le *Treatise on Money*, quand se déploie un phénomène cumulatif sans fond (*cf.* infra, chap. 12).

La montée du chômage est le phénomène majeur, l'emploi étant au centre du cercle vicieux. Le fait que la société américaine soit devenue une société salariale à partir du début du XXe siècle est à cet égard essentiel[96], il permet à la spirale qui va du chômage au chômage de tourner à plein. Le taux de chômage monte rapidement aux États-Unis dès 1930 (déjà plus de 11 % après 3,9 % en 1929). Les données contemporaines sont peu fiables, minorées (on considère le chômeur comme un travailleur qui a perdu son emploi et on ne retient ni les jeunes à la recherche d'un premier emploi, ni les femmes). En 1933, il y a entre 12 millions et 14 millions de chômeurs (population totale de 126 millions) et le taux de chômage (par rapport à la population active) atteint 25 %. Chiffre considérable surtout si l'on pense à l'importance des professions indépendantes et de la population rurale dont nous savons la précarisation, mais seuls les ouvriers agricoles sont enregistrés comme chômeurs. Et certains secteurs (industrie mécanique, automobile), certaines régions (Detroit) sont davantage atteints : l'indice de l'emploi manufacturier (base 100 1923-1925) tombe de 106 (1929) à 60 en 1932 et 1933. De même, en Allemagne en 1932, il y a six millions de chômeurs, soit

94 La chute est moins forte au Royaume-Uni (qui part de très bas : 8,9 en 1928 et 7,2 en 1933), aussi forte en Allemagne (14,5 en 1928 et 7,5 en 1932, mais 17 en 1937), elle est plus faible et plus tardive en France.

95 [Johsua, 1999, 103]. Le taux de décroissance d'une année sur l'autre est de -7,4 % en 1930, -4,15 en 1931, -13,5 en 1932, - 2,8 en 1933, *National Income and Product Accounts* (NIPA), 1993 [Johsua, 1999, 105].

96 I. Johsua [1999, 136] met en avant cette « hypothèse salariale » pour expliquer la profondeur de la Grande crise. Entre 1900 et 1930, la part de salariés dans la population occupée passe de la moitié à plus des deux tiers. *Cf.* [Dockès Rosier, 1983, 153-157].

un taux de chômage de 25 %[97], 3 millions encore au Royaume-Unis. Aux États-Unis, si la chute est brutale, la remontée est lente : il y aura encore plus de 14 % de chômeurs en 1937 (et il remonte à 19 % avec la rechute de 1938).

Jusqu'au New Deal, mis à part des secours d'urgence, le gouvernement ne fait pas grand chose pour les chômeurs. Aussi, avec le chômage se développe la misère, les soupes populaires, les sans-abri (deux millions et demi de sans domicile fixes en 1932), les bidonvilles nommés ironiquement *Hoovervilles* par les Démocrates (ainsi à Central Park et à Riverside Park à New York), le vagabondage (les *tramps* comme *Pete the Tramp* de la bande dessinée de Clarence D. Russel), les déplacements des *hobos* le long des voies de chemins de fer, clandestins dans les wagons de marchandises, également l'insécurité et le crime organisé. Jusqu'à la mise en place du *Federal Transient Service* par Roosevelt, les sans-abri étaient abandonnés à eux-mêmes ou à la charité privée. Montent aussi en puissance les mouvements sociaux, les marches de la faim, les grèves (en 1933 et en 1934 la dure grève dans le textile), les manifestations de masse.

La chute du revenu disponible des ménages et de la demande de consommation est essentiellement le fait du chômage qui effondre la masse salariale réelle à un taux croissant (-6 % en 1930, -7 % en 1931, -13 % en 1932 par rapport à l'année précédente). Nous avons vu que les salaires horaires réels avaient même augmenté dans la crise : les salaires nominaux ne baissent pas, ou très peu, jusqu'à l'automne 1931, alors que les prix baissent, et ce n'est qu'à partir d'octobre 1931 que la baisse des salaires nominaux est forte (18 % en 18 mois), le salaire horaire réel se stabilisant alors. Cependant, là aussi, il faut tenir compte du chômage partiel : si les salaires horaires réels s'élèvent, les salaires réels *hebdomadaires* baissent jusqu'en 1932 (indice 100 en 1929, 77 en 1932 pour l'ensemble de l'industrie).

À la spirale dépressive de la consommation et de l'investissement, il faut ajouter l'effondrement du commerce mondial. Toutes les composantes de la demande sont prises dans un tourbillon descendant tandis que la déflation augmente le poids réel des dettes alors même que tout le

97 Selon les estimations des syndicats allemands, il y aurait 47 % de leurs adhérents au chômage dans la métallurgie, 77 % des charpentiers, 50 % dans la verrerie, 33 % dans la chimie, *cf.* [Woytinsky, 1936 d'après Gazier, 2009, 24].

monde se désendette, que les crises systémiques effondrent le système productif et financier et que tous les acteurs *anticipent la poursuite de la déflation et de la spirale dépressionniste* : un cyclone.

L'approfondissement cumulatif de la crise peut donc s'expliquer simplement : d'un côté les entreprises se trouvaient confrontées à un manque de demande et ne pouvaient que réduire l'emploi et les salaires nominaux, qu'abandonner tout projet d'investissement tant les anticipations de rendement étaient faibles, de l'autre la demande d'investissement était quasi-nulle tandis que les salariés au chômage et supportant des baisses de salaires nominaux ne pouvaient consommer, et cette « désarticulation », cette échec de la coordination macroéconomique, produisait une baisse cumulative des prix et donc une « déflation par la dette » : plus les agents économiques cherchaient à se désendetter, plus le poids réel de la dette s'accroissait.

SORTIE DE CRISE ET NOUVEAU RÉGIME ÉCONOMIQUE

Il était donc indispensable de mettre en œuvre une coordination macroéconomique de façon à ce que les anticipations des acteurs se retournent brutalement, que, *simultanément*, la baisse des prix soit stoppée, que la demande globale augmente, que les entreprises puissent embaucher, que les salariés puissent recommencer à consommer. D'où l'importance de la dimension psychologique, de la lutte contre la peur des agents économiques, premier pas vers le retour de la confiance (« *the only thing we have to fear is fear itself – nameless, unreasoning, unjustified terror which paralyzes needed efforts to convert retreat into advance.* », la phrase célèbre de Roosevelt dans son discours d'investiture du 4 mars 1933). La réussite de Roosevelt tient à la simultanéité, encore que toute pragmatique, ce secret de la coordination macroéconomique, et à la rapidité. Il est en guerre contre la crise, et la guerre doit être de mouvement et de surprise.

D'abord, une politique de dépenses publiques, essentiellement d'investissements publics, s'imposait. La politique monétaire, nécessaire, était insuffisante, et inefficace ultimement : même avec des taux d'intérêt nuls, la baisse des prix conduisait à des taux d'intérêt *réels* trop

élevés dans une situation où les rendements des projets d'investissements étaient très faibles. Sur le front de la consommation, il fallait à tout prix éviter les conséquences de l'accroissement du chômage, d'où l'emploi public des chômeurs et des allocations-chômage. Cependant une politique d'accroissement des salaires ne devait pas mettre davantage en difficulté les entreprises et la balance commerciale, elle supposait donc une dévaluation (d'où les problèmes rencontrés par le Front populaire en France). Celle-ci s'imposait de toute manière comme préalable pour desserrer les contraintes de l'étalon-or et elle trouvait son efficacité égoïste (non coopérative) par « l'exportation du chômage » grâce à une balance commerciale excédentaire.

La politique d'investissements publics se devait d'être massive tant les entreprises détenaient de stocks de produits et tant d'importantes capacités productives étaient disponibles : en effet, tant que les stocks ne seraient pas épuisés, les entreprises ne se remettraient pas à produire, et tant que des capacités productives seraient disponibles, l'investissement privé ne repartirait pas. Cette politique serait-elle suffisante, le « *pomp priming* » suffirait-il, en d'autres termes la pompe serait-elle réamorcée de telle façon que l'économie puisse repartir sur le sentier de croissance antérieur sans le soutien d'une politique d'investissements publics pérenne ? À l'arrière plan de cette question se trouvait le risque d'une « stagnation séculaire » par manque structurel de demande, d'où la nécessité d'un accompagnement permanent de l'investissement privé par l'investissement public. Le malade pourrait remarcher, mais il devrait conserver ses béquilles.

« *This Nation asks for action, and action now*[98] » affirmait Franklin D. Roosevelt dans ce même discours d'inauguration. C'est le moins qu'il pouvait dire alors que la crise bancaire fait rage, que, dans nombre d'États, les banques ont suspendu leurs paiements, qu'il y a près de 25 % de chômeurs, qu'au cours de l'année qui vient de finir, la chute du PIB réel/tête a été de près de 15 % et que les prix chutent au taux de 11 % en 1932, pire encore début 1933, d'où des taux d'intérêt réel considérables. Et de l'action, il y en aura[99] ! Dans les 100 jours qui suivent et qui constituent le premier New Deal, le régime politique aura été

98 Franklin D. Roosevelt, *Inaugural Address*, 4 mars 1933 – <http://www.inaugural.senate.gov/swearing-in/address/address-by-franklin-d-roosevelt-1933>.

99 L'ouvrage historique de référence reste [Leuchtenburg, 1963].

bouleversé et, grâce à l'État, à la régulation qu'il impose, l'ensemble du régime économique. Nombre des idées de l'administration Roosevelt avaient été envisagées par l'administration précédente, mais Roosevelt passe à l'action. Nous ne sommes pas en présence d'un programme très cohérent, il y a des tâtonnements, des contradictions, beaucoup de pragmatisme, des ruses politiciennes et, du fait d'oppositions de la Cour suprême, des retours en arrière, parfois suivis de nouvelles avancées, mais l'essentiel est que, comme le disait Roosevelt lors de cette inauguration, le gouvernement va mener une véritable guerre contre la crise, la déflation, le chômage. Les victoires seront spectaculaires et rapides. Pour résumer, Franklin Roosevelt a mis en place un système de retraites, les allocations chômage et la lutte contre le chômage, une protection juridique des travailleurs et les négociations collectives, l'encadrement de la « finance », le Glass-Steagall Act et une garantie fédérale des dépôts bancaires, l'Amérique lui doit aussi l'électrification des campagnes et un grand nombre d'infrastructures.

Il y aura une vive rechute en 1937 et 1938. Le NBER distingue, au sein de la grande dépression des années trente aux États-Unis, deux cycles des affaires : la première récession va du pic d'août 1929 jusqu'au creux de mars 1933, la seconde de mai 1937 à juin 1938. Selon le NBER, ce sera même la troisième pire récession du XXe siècle. En effet, après trois années de forte croissance grâce aux mesures du premier New Deal et à la dévaluation du dollar, à l'été 1937 la crise rebondit. Le krach boursier est sévère : l'indice Dow Jones perd 49 % entre mars 1937 et mars 1938, les gains des trois années précédentes sont effacés. D'août 1937 à janvier 1938, le PIB réel chute de 10 %, la production industrielle américaine recule de 40 %, soit aussi fortement que pendant les trente mois suivant le krach d'octobre 1929.

Le taux de chômage augmente de 14 % à 19 %, les revenus des ménages s'effondrent (-15 %). Les élections du *mid-term* 1938 sont une défaite pour les démocrates au Sénat et à la Chambre des représentants (-71 sièges à la Chambre des représentants et -7 sièges au Sénat). Les démocrates restent cependant majoritaires (262 sièges contre 169 aux Républicains à la Chambre), mais en leur sein, les démocrates du Sud et autres conservateurs anti-New-Deal ont une force considérable.

Faut-il interpréter ce « *double dip* » comme un échec de la politique de Roosevelt, l'amorçage par les dépenses publiques de dépenses privées,

particulièrement de l'investissement, le « *pump priming* », n'ayant pas réussi ?

Il est clair que la rechute est une conséquence d'un retour de Roosevelt à l'austérité budgétaire et au resserrement monétaire avec leurs conséquences négatives sur les anticipations. La pression fiscale est accrue par le *Social Security Payroll Tax* alors que les effets du *Revenue Act* de 1935 atteignent leur maximum. La Fed mène une politique restrictive tandis que le Trésor double les réserves obligatoires des banques [Bordo, Haubrich, 2012 ; Friedman et Schwartz, 1963 ; Hall, Ferguson, 1998 ; Meltzer, 2003].

Roosevelt avait mis en place les bases d'un nouveau régime de croissance sans s'en être pleinement rendu compte, il estimait que ses mesures, particulièrement le déficit budgétaire, étaient des mesures d'exception (*emergency*) alors que c'était l'entrée dans un nouveau régime permanent. Il y a bien échec d'une conception du « *pump priming* » comme un « réamorçage » de l'ancien régime de croissance. Celui-ci était à bout de course, il ne pouvait être réanimé. Ce que Roosevelt estimait temporaire (un choc de dépense publique suffisant à réamorcer la pompe de l'investissement privé) devait être permanent, le nouveau régime de croissance devant être animé par les dépenses publiques, régulé et réglementé par l'État.

Ce n'était pas l'échec de la politique de Roosevelt, mais le constat de la nécessité de la poursuivre dans la durée, l'exception devenant la règle. La réaction de l'administration Roosevelt fut d'ailleurs rapide. L'abandon des politiques monétaires et budgétaires restrictives fin 1938 conduira à une vive reprise (entre 1938 et 1942 le PIB augmente de près de 50 %). Il est vrai que la guerre en Europe a changé la donne et que les nécessités de défense nationale prennent les commandes !

Finalement la guerre mondiale fera disparaître les dernières traces de la Grande crise. Mais dire que seule la guerre a vaincu la crise est une contre-vérité, ultime avatar des thèses des anti-new dealers. Malgré des mesures contre-productives, malgré l'erreur de pilotage de 1937, et même s'il ne comprenait pas clairement ce qu'il faisait, Roosevelt a permis à l'Amérique de sortir de la crise.

Il ne faudrait pas imaginer un homme politique génial faisant sortir de son cerveau les solutions, tel un magicien des lapins de son chapeau. Derrière Roosevelt, son célèbre *Brain Trust* et son administration, il y a

une nouvelle majorité démocrate (dans les deux assemblées), un « bloc réformiste » qui regroupe les travailleurs syndiqués, les minorités (les noirs, les catholiques, irlandais et polonais en particulier, les juifs), les mouvements de *farmers* « populistes », les intellectuels, les pauvres, les chômeurs. Le « vieux Sud » (« *dixieland* ») est toujours profondément démocrate et, dans sa majorité, il soutient Roosevelt, du moins jusqu'en 1938. Les Démocrates sont orientés plus à gauche qu'avant 1932, la ligne nouvelle est celle du *liberalism* américain qui se revendique de l'héritage de la *Progressive Area*. Ce n'est pas une doctrine constituée, plutôt une recherche de solutions pragmatiques. Les divergences internes y sont fortes en particulier sur l'équilibre budgétaire, le libre-échange, le rôle de l'État et celui des grandes entreprises. Ainsi le courant antimonopoliste, voire opposé aux (trop) grands entreprises, représenté par le juriste Louis Brandeis, prône un renforcement de la concurrence, mais il n'eut en définitive qu'une importance limitée. Les réformes du New Deal furent davantage orientées par les idées du courant qui mettait l'accent sur les dangers du marché concurrentiel, était partisan de la concentration capitalistique et visait un compromis entre les syndicats et les grandes entreprises sous le contrôle de l'État, par le recours aux méthodes dirigistes expérimentées pendant la Grande guerre.

Les oppositions au New Deal furent vives. À l'exception des quelques individualités, du soutien (jusqu'en 1936) du magnat de la presse W. R. Hearst (le modèle de *Citizen Kane*), Roosevelt avait contre lui Wall Street (même si grâce au New Deal, la Bourse progressa vivement) et la plupart des grands industriels (qui bénéficièrent grandement de la reprise et ne furent pas inquiétés par l'antitrust). L'opposition politique organisée vint non seulement des Républicains, mais également des Démocrates conservateurs qui se regroupèrent dans l'*American Liberty League* dès 1934. La Ligue était soutenue par les milieux financiers et de la grande industrie (particulièrement John Jakob Raskob, Alfred P. Sloane Jr président de General Motors, Irénée Du Pont, J. H. Pew de Sun Oil) ; elle fut même accusée d'envisager un coup d'État et, par l'AFL, d'organiser des provocations lors des mouvements sociaux.

Alors même que les *new-dealers* pensaient ne mettre en place que des mesures d'exceptions, ils instituèrent un ordre productif nouveau qui se confortera pendant et après la guerre et prévaudra pendant les trente années qui suivront la guerre. Le New Deal ne fut pas la seule

solution à la sortie de crise. Le fascisme et le nazisme réussirent en Italie, en Allemagne, une mobilisation générale totalitaire avec comme visée la guerre, les succès économiques rapides découlant essentiellement de la militarisation forcenée de la société (la voie japonaise n'étant guère différente). En France, nous le verrons, le Front populaire a tenté une expérience parente de celle du New Deal, plus orientée vers les conquêtes sociales et la relance par la consommation, mais avec l'erreur initiale de ne pas dévaluer. Après la guerre l'Angleterre et l'Europe continentale, construisirent des systèmes productifs apparentés. Keynes et le keynésianisme fournirent à ce nouveau monde économique sa théorie principale et son corps de doctrines. Mais la construction du *Welfare State* suivit des voies nationales différenciées en s'appuyant sur des analyses et des idéologies elles aussi spécifiques. Ainsi par exemple du rôle de William Beveridge et des travaillistes en Grande-Bretagne, de l'ordo-libéralisme allemand, de la social-démocratie nordique, de la planification française. Mais si on définit un *paradigme productif* comme un modèle socio-économique, un ensemble de « recettes » productives élaborées à partir d'une percée théorique et d'une réalisation exemplaire, et qui tend à se reproduire et à se diffuser, s'il faut attribuer la percée à Keynes, l'*exemplum* sera le New Deal.

Au printemps 1933, le retournement de la conjoncture saute aux yeux, à ceux des contemporains comme aux nôtres. Il est patent dès les premières semaines de la présidence Roosevelt. Pourquoi ? On connaît la célèbre phrase de ce même discours d'inauguration : « *the only thing we have to fear is fear itself – nameless, unreasoning, unjustified terror which paralyzes needed efforts to convert retreat into advance* ». La peur, la terreur qui paralyse, Roosevelt désigne ainsi ce qui, pour un économiste, est constitué d'anticipations de déflation et de dépression auto-réalisatrices, confortées par et confortant l'amplification d'une dynamique cumulative réelle. Roosevelt va désigner son ennemi principal, la baisse des prix, et il va provoquer un retournement des anticipations déflationnistes en anticipations inflationnistes[100].

De nombreux indicateurs basculent dès mars 1933. La bourse baissait encore fin 1932 et début 1933, les cours remontent immédiatement et de 70 % dans les cent jours ; 1933 reste jusqu'aujourd'hui la plus forte

100 Eggertsson [2008] attribue 80 % de l'essor aux anticipations inflationnistes, le reste au NIRA.

hausse de Wall-Street. L'évolution des prix des biens se retourne immédiatement en une poussée d'inflation qui s'amortit rapidement pour devenir une hausse modérée jusqu'en 1937. L'investissement double en 1933 dans les mois qui suivent l'inauguration et la production industrielle rebondit en mars 1933 après trois ans de chute, elle retrouvera le niveau de 1929 en 1937 (pour s'effondrer alors et en 1938). Le PIB réel est pratiquement stable sur l'année 1933 (-1 %), il augmente de près de 11 % en 1934, de 9 % en 1935, de 12 % en 1936 (il retrouve son niveau de 1929). Ces trois années sont une des périodes où la croissance a été la plus forte, un rebond après la catastrophe, même si le chômage est plus lent à reculer. Nous avons vu que la récession de mai 1937-juin 1938 est sévère, qu'elle est essentiellement due à la volonté de revenir à l'équilibre budgétaire, Roosevelt croyant que l'économie pouvait se soutenir sans le soutien des dépenses publiques. La réaction du gouvernement sera rapide et la reprise sera au rendez-vous.

Au printemps 1933, il fallut un choc pour domestiquer la peur, retourner les anticipations, non pas seulement celles de chaque individu en son for intérieur, mais aussi l'idée que chacun se faisait des anticipations des autres, en un mot que la croyance au retour à l'inflation soit « *common knowledge*[101] », « l'opinion générale du marché » (Keynes). Il ne suffisait pas d'anticipations « en l'air », même si leur tendance auto-réalisatrice est puissante, il ne suffisait pas d'annonces, il fallait des anticipations *crédibles*, confortées par des faits, par des actes, un ensemble d'action constituant un programme et que ce programme « change la donne » (c'est le sens de New Deal) dans une série de directions essentielles et, se faisant, fasse tomber les dogmes de l'administration Hoover. Pas tous les dogmes puisque, nous l'avons vu, Roosevelt restait un partisan de l'équilibre budgétaire, n'acceptant le recours au déficit que dans la période d'urgence.

Dans la lutte contre la crise, quatre terrains peuvent être distingués ; ils sont étroitement liés : 1) l'abandon de l'étalon-or et, simultanément, la prise d'un pouvoir de temps de guerre par le Président en matière monétaire et financière, l'arme de la création monétaire confiée au Trésor ; 2) la politique budgétaire ; 3) le renforcement du pouvoir des syndicats

101 Tel individu sait quelque chose, il détient une information ou un savoir privé. Tout le monde le sait, c'est une information publique. Si chacun sait que les autres savent et savent que les autres savent, etc., l'information est un savoir commun (*common knowledge*).

et le compromis recherché entre ceux-ci et les grandes entreprises ; 4) les grands travaux et l'emploi public des chômeurs, le « *big government* ». L'essentiel se joue dans les cent premiers jours (un premier New Deal), par la suite seront prises des mesures considérées souvent comme plus radicales (un second New Deal) mais qui surtout rompent avec l'esprit pro-trust, quasi corporatiste du premier New Deal pour promouvoir une réglementation tous azimuts.

L'ÉTAT D'URGENCE

En ouvrant la porte à l'inflation, Roosevelt a retourné les anticipations.

Rappelons que les attaques contre le lien entre le dollar et l'or avaient commencée dès la dévaluation du sterling et que les anticipations d'un abandon de l'étalon-or se développaient depuis novembre 1932, date de l'élection de Roosevelt. D'où l'aspect dramatique de ce moment en suspend entre novembre et mars : ces anticipations furent cause de la pire des crises bancaires, un *run* sur les dépôts, un intense *drain* d'or interne et externe, surtout à partir de janvier et février 1933, les banques suspendant leurs paiements, des États décrétant le *Bank Holliday* (vacance des banques). Le mois de février 1933 est le pire qu'ait jamais connu les États-Unis. Malgré les demandes de Hoover[102], Roosevelt laissa la panique s'amplifier sans prendre aucun engagement. Probablement voulait-il que l'Amérique touche le fond pour, son heure venue, obtenir un effet de choc et les pleins pouvoirs. Bien entendu, il ne voulait pas s'engager à défendre l'étalon-or !

Dès le 6 mars 1933, Roosevelt décrète un *Bank Holiday* général de cinq jours, il suspend la convertibilité en or et les exportations d'or (de nombreuses licences d'exportation sont encore octroyées par le Secrétaire au Trésor), ce qui suspend l'étalon-or. Dans sa Proclamation 2039, il s'appuie sur le *Trading With the Enemy Act*. Comme il l'avait annoncé dans son adresse inaugurale : « je demanderais au Congrès le dernier des moyens qui restent pour lutter contre la crise : un pouvoir exécutif étendu pour mener la guerre face à l'urgence, un pouvoir aussi grand

102 Hoover avait écrit une lettre manuscrite de 10 pages à Roosevelt, le 17 février 1933, lui demandant de s'associer à lui pour obtenir du Congrès la fermeture des banques pendant une journée et de s'engager sur la défense de l'étalon-or et d'un budget équilibré. Roosevelt ne répondit pas, il prétendit que la lettre s'était perdue. D'autres tentatives de Hoover furent aussi vaines.

que celui qui me serait donné si nous étions envahis par l'ennemi étranger. » Le 9 mars, il fait en effet passer au Congrès l'*Emergency Banking Relief Act* qui amende l'*Enemy Act*, institue l'état d'urgence financier, un quasi état de guerre, et interdit la détention d'or[103]. On est proche d'une dictature à la romaine !

La vacance des banques du 6 au 13 mars est assortie d'un moratoire de cette durée. À la fin de la période de vacance, les banques reconnues solvables (certifiées par le Trésor) pourront reprendre leur activité, éventuellement en étant soutenues par des prêts du Trésor ou recapitalisées par la *Reconstruction Finance Corporation* (RFC) munie de ses nouveaux pouvoirs [Lacoue-Labarthe, 2012] : l'*Emergency Relief Banking Act* l'autorise à participer au capital des banques commerciales. Grâce aux pleins pouvoirs financiers, le *Comptroller of the Currency* peut saisir une banque insolvable, nommer un administrateur, la restructurer, bloquer les dépôts, se faire recapitaliser par la RFC, etc. La Fed est maintenue en dehors du processus. Roosevelt prend soin d'expliquer aux américains la situation, dès le 12 mars, il les rassure par un discours au coin du feu (le premier de ses célèbres *fireside chat*). Le 13 mars, la moitié des banques, et toutes les banques fédérales rouvrent, ce qui correspond à 90 % des dépôts. À la fin de 1933, seulement 4.000 banques (des banques locales) seront fermées ou rachetées par de plus grandes banques. Dès lors, la confiance revenue, le public se rue vers les banques pour y déposer ses billets. La crise bancaire est terminée.

Le 19 avril est le jour officiel du décrochage de l'étalon-or. Toutes les exportations d'or sont strictement interdites. Le dollar flotte librement et il se dévalue fortement par rapport à la livre et au franc. Disons dès maintenant que le 15 janvier 1934, par le *Gold Reserve Act*, le lien à l'or sera rétabli au taux de 35 dollars l'once, soit une dévaluation de 40 % et que le Trésor imposera à la Fédérale Réserve la réévaluation au *pro rata* du stock d'or qu'elle détient, soit de 69 %, d'où un brutal accroissement de la base monétaire et en conséquence de la masse monétaire.

Comme il l'avait annoncé, en rompant le lien avec l'or, Roosevelt privilégiait l'objectif domestique (la sortie de crise) par rapport à l'objectif

103 Le 5 avril, Roosevelt ordonne que toutes les pièces d'or ou les certificats d'or (au dessus de 100$) soient échangés contre des billets (au prix ancien de 20.67$ l'once). Le 10 mai, le gouvernement avait récupéré 300 millions de dollars de pièces d'or, 470 millions de dollars en certificats d'or.

international (la valeur du dollar). L'abandon de ce dernier signait la fin des politiques périodiques de resserrement et ouvrait la possibilité d'une croissance sans limite de la masse monétaire, de la monétarisation d'un déficit budgétaire, et tout le monde comprend que la porte est grande ouverte pour un retour de l'inflation.

Ouvrir la porte était nécessaire, il fallait que l'inflation soit assurée. Ce même jour du 19 avril 1933, avec le sénateur Elmer Thomas, un « silveriste » à l'ancienne, Roosevelt rédige un amendement à l'*Agricultural Adjustment Act* qui passera le 12 mai. L'Amendement Thomas donne au Président le pouvoir de réduire la quantité d'or dans le dollar de 50 %, renforce sa capacité d'acquisition de métal argent[104], autorise le Trésor à émettre trois milliards de dollars de *greenbacks*, l'*open market committee* de la Réserve fédérale devant acquérir trois milliards de dette publique.

À juste titre cet amendement est connu sous le nom de « *Inflation Bill* ». Le but n'était pas de revenir effectivement à l'émission de *greenbacks* comme pendant la Guerre de Sécession, ou au bimétallisme[105] par des achats d'argent-métal, et de fait Roosevelt utilisa peu l'amendement, mais d'afficher les vieux objectifs des partis « populistes » inflationnistes de la fin du XIXe siècle, les « silveristes » et les « greenbackistes ». L'objectif était de faire basculer les anticipations vers l'inflation. Le *Thomas Amendment*, en outre, enlevait à la Fed pour le confier au Trésor (dirigé par William H. Woodin, puis en 1934, par Henry Morgenthau) le pouvoir de mener la politique monétaire, la Réserve fédérale étant accusée de passivité face à la crise. La prise du pouvoir monétaire par le Trésor participe à la concentration de tous les leviers entre les mains de l'exécutif, et il constitue encore un signal inflationniste supplémentaire. Roosevelt n'eut pas à utiliser cette arme. L'essentiel était qu'il la détenait et pouvait s'en servir, de pouvoir agiter ce « *big stick* ». En effet, la liquidité des banques survivantes, la crise passée, redevint importante et la masse monétaire augmenta fortement à partir de l'abandon de l'étalon-or. Il y eut accroissement rapide de la base monétaire avec des rentrées d'or, internes (avec l'interdiction de détenir de l'or) et externes, puis, après janvier 1934, grâce à la réévaluation du stock d'or, et au retour des billets

104 Les Alliés pouvaient acquitter ainsi pour 100 millions leurs dettes de guerre. Surtout l'amendement permettra (décembre 1933) d'ordonner le monnayage de toute la production domestique d'argent à 64,5 dollars l'once.

105 Des pièces de 1 dollar en argent sont frappées jusqu'en 1935.

dans les dépôts, d'où la rapide augmentation des réserves des banques à la Réserve Fédérale. En outre, le multiplicateur de crédit augmenta avec la demande de crédit, d'où la vive hausse de M2[106].

Grâce aux anticipations inflationnistes, le taux d'intérêt réel *ex ante* (le taux nominal moins les anticipations de variations de prix) chute brutalement : de plus de 10 % en février à un niveau légèrement négatif, autour de -1 %, à partir de mars. La rentabilité des investissements se redresse immédiatement. Nous avons déjà repéré – à la baisse – l'instabilité de court terme des prévisions de rentabilité à long terme lors du krach de 1929 : la convention du marché s'étant retournée, brutalement l'incitation à investir s'était effondrée. En mars 1933, on assiste à un phénomène de même type, aussi brutal, mais à la hausse : une vive remontée de la bourse et la forte baisse du taux d'intérêt réel font s'envoler l'incitation à investir.

La réglementation bancaire et l'assurance des dépôts viendront rapidement conforter le retour à la sécurité financière. Le *Banking Act* connu sous le nom de *Glass-Steagall Act* (le second) du 16 juin 1933, crée une assurance pour les dépôts par la *Federal Deposit Insurance Corporation* (FDIC) jusqu'à 2.500 dollars par déposant (5.000$ en 1935). La loi sépare les banques commerciales et les banques d'investissement[107], les premières étant suspectées (ce qui depuis a été confirmé) de se livrer à des placements spéculatifs grâce aux dépôts des particuliers et de les mettre en danger. L'opinion publique les accusaient aussi de conflits d'intérêt du fait du mélange des activités de banques (dépôt et crédit commercial) et de négoce de titres ou de spéculation pure : elles incitaient vivement certains clients (parfois à la limite du chantage) à souscrire à des émissions ou acheter des titres qui s'effondraient le lendemain, l'argent des petits déposants servant de masse de manœuvre pour faire monter les cours, permettant à la banque de vendre à bon prix, de participer à des opérations spéculatives. Des dispositions anti spéculation visaient également à restreindre le crédit des banques de détail aux seules opérations commerciales (un genre de

106 En février 1933, M2 s'effondrait à un rythme annuel de -23 %, à la fin de l'année et en 1934, M2 croit à un rythme annuel de 15 % à 18 %. En 1932 M2 : 32,22 milliards de dollars, en 1937 : 45,68, en 1938 : 45,51 (une légère baisse, la crise rebondit fin 1937-1938), en 1939 : 49,27 (le niveau de 1929, soit 46,60 milliards de dollars, est dépassé) [Friedman, Schwartz, 1970].

107 La FDIC réglemente en outre les « *State Non members Banks* » (banques non nationale et non membres de la Fed).

« *real bills only* »). Les banques fédérales devaient assurer le « *monitoring* » des banques locales pour les contraindre à cette prudence.

Enfin, le *Banking Act* d'août 1935 réorganise complètement le *Federal Reserve System* et son *Board*, donnant au Président d'un nouveau *Board of Governors*, nommé par le Président des États-Unis, un effectif pouvoir exécutif et créant le *Federal Open Market Committee* (FOMC) pour orienter le taux d'intérêt à court terme et le montant de l'offre de monnaie.

LA POLITIQUE BUDGÉTAIRE ET LE DÉFICIT

Herbert Hoover était partisan d'un gouvernement modeste, dépensant peu et, bien entendu, de l'équilibre budgétaire. La crise en réduisant massivement les recettes et en suscitant un certain accroissement des dépenses l'avait conduit à accroître la fiscalité et, malgré cela, un déficit non voulu s'imposait. Roosevelt avait mené sa campagne en insistant sur le nécessaire retour à l'équilibre budgétaire, accusant Hoover de laxisme. En arrivant aux affaires, il impose une politique qui a les apparences de l'austérité. Dès le 10 mars, il demande au Congrès de légiférer pour réduire les dépenses d'un demi milliard de dollars sur les 3,5 milliards de dépenses fédérales et cela en réduisant le traitement de fonctionnaires, en supprimant des offices et bureaux gouvernementaux et surtout en réduisant de 15 % les allocations aux anciens combattants (qui comptait pour plus de 23 % du budget). L'*Economy Act* sera voté le 14 mars (difficilement, les démocrates de gauche y étant vivement opposés). Roosevelt ne veut pas donner l'image d'un Président laxiste, mais au contraire montrer sa détermination, même si finalement les dépenses fédérales augmenteront. Il se veut même très rigoureux. Neuf mois auparavant (le 17 juin 1932), une véritable armée d'anciens combattants réduits à la misère (plus de 40.000 avec leurs familles pour la plupart entassés dans une Hooverville proche de la capitale) demandant le paiement immédiat d'un bonus sur leur allocation (*bonus expeditionary force*) avait marché sur Washington, forçant les députés en s'enfuir. Il avait fallu envoyer l'armée (commandée par le général MacArthur), les chars (commandés par Patton). Alors Roosevelt s'était prononcé contre les revendications des vétérans[108].

108 Ultérieurement, lorsqu'une seconde *bonus army* se lèvera contre Roosevelt, celui-ci temporisera, enverra Eleonor Roosevelt s'occuper d'eux, les écouter, et finalement après diverses péripéties, l'intervention de la Cour suprême, l'essentiel des allocations sera rétabli.

Roosevelt cependant avait compris la nécessité de dépenses publiques exceptionnelles pour lutter contre la dépression et de leur mise en œuvre immédiate. Il ne cherchait pas un déficit systématique dans un esprit keynésien, mais il l'acceptait dans la mesure où il estimait les dépenses indispensables dans la situation d'*emergency* et ne voulait pas accroître les recettes. Son administration mis donc en avant l'idée d'un double budget. Un budget permanent, *regular budget*, qui devait être en équilibre (et sur lequel pesait les économies), un budget d'exception, l'*emergency budget*, qui lui pouvait être lourdement déficitaire. Et ce fut le cas dès mars 1933 en particulier avec la création d'un grand nombre de nouvelles agences dépensières pour l'assistance aux chômeurs, lutter contre le chômage par de l'emploi public, mener de grands travaux, etc. Côté recettes, si en 1935 est créé un « impôt sur les riches » (« *Wealth Tax Act2* »), c'est à des fins électorales : au-delà de 5 millions dollars, le taux d'imposition sur le revenu s'élevait à 79 %, mais cela n'aurait concerné qu'un seul individu : John D. Rockefeller ! En 1936 seulement, Roosevelt crée un impôt, plus rentable, sur les bénéfices non distribués en dividendes.

	1929	1930	1931	1932	1933	1934	1935	1936	1937	1938	1939
Recettes	4,3	4,8	4,0	2,6	3,3	3,9	4,5	5,2	6,2	7,2	7,1
Dépenses	3,8	4,0	4,1	4,3	5,1	6,0	7,6	9,2	8,8	8,4	8,3
Déficit	-0,5	-0,9	0,1	1,6	1,8	2,0	3,0	4,0	2,6	1,2	2,1
Dépenses/ PIB en%	3,6	4,3	5,3	7,2	8,9	8,9	10,2	10,8	9,5	9,7	9,9

Recettes et dépenses fédérales totales[109]
US Government Spending, en milliards de dollars courants

Alors qu'il y a un excédent du budget fédéral en 1929 et 1930, équilibre en 1931, le déficit commence à augmenter fortement à partir de 1932 pour atteindre quatre milliards de dollars en 1936 Entre 1930 et 1933, l'effondrement du PIB est cause de la chute des recettes, et

109 L'année fiscale finit alors fin juin et commence le 1er juillet. Par exemple l'année fiscale 1930 commence le 1er juillet 1929 et finit le 30 juin 1930. À partir de 1979, l'année fiscale commence le 1er octobre.

de là procède la croissance d'un déficit non voulu. Inversement entre 1934 et 1936, les recettes augmentent fortement (essentiellement avec le PIB), les déficits tiennent à l'accroissement délibéré des dépenses. La politique de resserrement budgétaire conduit à la réduction du déficit de 4 milliards de dollars en 1936 à 1, 2 milliards en 1938, pour remonter par la suite. Il explosera pendant la guerre.

LE NIRA OU LE COMPROMIS *BIG BUSINESS-BIG LABOR*

Dans la coalition hétéroclite qui a élu Roosevelt, et qui va durablement soutenir le parti démocrate, sont présents les syndicats, l'AFL et la puissante *United Mine Workers* de John L. Lewis (la Fédération des mineurs de l'AFL, la seule – avec la *Brewery Workers* – à être organisée sur une base d'industrie). Un puissant mouvement social pousse à la réforme et l'oriente. Au cours des années trente, se développent les grèves et les actions de syndicalistes, souvent radicaux, des manifestations de masse de chômeurs, de vétérans paupérisés. Nombre d'intellectuels et d'artistes soutiennent activement ces mouvements. Les réformes du New Deal sont le résultat d'un rapport de force nouveau aboutissant à un compromis entre le *big business* (les grandes entreprises, les trusts) et le *big labor* (les syndicats). Le cœur du premier New Deal est le NIRA (*National Industrial Recovery Act* adopté le 16 juin 1933) et en particulier sa fameuse section 7 (a). Il fut le produit de ce rapport de force établi dans la crise entre le capital et le travail (et au sein du bloc réformiste emmené par Roosevelt), et non, comme le voudrait la légende, l'aboutissement d'une analyse du président Roosevelt et de son *Brain Trust*[110].

Dans tout compromis, il y a un « donnant-donnant ». Avec le NIRA, Roosevelt abandonne la politique antitrust (celle de la *Progressive area*, celle de son lointain cousin, Theodore Roosevelt, de Woodrow Wilson et de son conseiller Louis Brandeis). Au contraire, il va s'appuyer sur la cartellisation de l'économie. Ses conseillers estiment que la concurrence exacerbée ainsi que les innovations incontrôlées ont conduit à la surproduction, à

110 [Dockès, Rosier, 1983, 160]. La *Secretary of Labor*, Frances Perkins, a joué un rôle important pour changer le rapport de force en faveur des travailleurs et améliorer les conditions de travail. Elle avait à l'avance annoncé son programme : la semaine de 40 heures, un salaire minimum, l'assurance des accidents du travail, du chômage, l'interdiction du travail des enfants, les allocations publiques aux chômeurs, la sécurité sociale, un service public d'emploi des chômeurs et l'assurance maladie [Leuchtenburg, 1963, 58].

la chute des salaires et des prix, à l'effondrement de la demande et de l'emploi. Une économie rationnelle est supposée devoir combiner direction de l'État, planisme, et organisation quasi corporatiste des industries.

L'administration créée par le NIRA, la *National Recovery Administration* (NRA) correspond à une politique malthusienne et de lutte contre la baisse des prix par la réduction de la concurrence. L'encadrement de l'offre vise à lutter partout contre la surproduction, une politique qui s'appuie sur les trusts et les renforce. Est mis en place un système de « *codes of fair competition* » par branches d'industrie comprenant des ententes sur les prix, les conditions et la durée du travail, des salaires minimaux (titre 1, section 7 b). Ces codes sont signés volontairement, mais en l'absence d'un accord, ils peuvent être imposés sur la base d'un modèle (le *blanket code* impose un salaire minimum entre 20 et 45 cents/heure, une durée maximale du travail entre 35-45 heures et l'interdiction du travail des enfants). Appuyé par une propagande souvent naïve, celle du « *Blue Eagle* » avec son slogan « *We do our part* », dirigé par le Général Hugh Johnson, la NRA va connaître un rapide succès, ou plutôt un semblant de succès, les industries les plus importantes du pays signant de tels codes. Rapidement, il se heurte à une opposition, l'opinion publique n'acceptant ni le retour des ententes et des trusts, ni la stratégie de réduction de la production allant parfois jusqu'à l'absurde.

L'autre volet essentiel du NIRA (la section 7 a) vise la « *democratization of the workplace* » en renforçant le pouvoir des syndicats, permettant la négociation collective, interdisant les syndicats-maisons obligatoires et le recours aux « jaunes[111] ». Les deux volets sont pensés comme étant complémentaires : pour pouvoir élever les salaires et améliorer les conditions de travail, il faut encadrer la concurrence en imposant une coordination, sans cela, l'entreprise qui augmenterait les salaires serait défavorisée. Mais cette coordination peut être mise en place soit au niveau macroéconomique, soit au niveau méso-économique de la branche industrielle. Malheureusement, dans un esprit corporatiste,

111 « [...] *employees shall have the right to organize and bargain collectively through representatives of their own choosing, and shall be free from the interference restraint, or coercion of employers of labor, or their agents, in the designation of such representatives or in self-organization or in other concerted activities for the purpose of collective bargaining or other mutual aid or protection ; [and] that no employee and no one seeking employment shall be required as a condition of employment to join any company union or to refrain from joining, organizing, or assisting a labor organization of his own choosing....* »

cette dernière solution fut retenue à l'avantage des trusts. D'où le relatif échec du NIRA.

Tout un ensemble de mesures vise aussi à employer les chômeurs par le lancement de grands travaux. Le titre II du NIRA institue la *Public Works Administration* dont la fonction est de lancer des projets fédéraux en finançant des entreprises privées (il y eu près de 35.000 programmes, certains majeurs avec un financement de 3.5 milliards de dollars de 1933 à 1935). La *Federal Emergency Relief Administration* (FERA) de Hoover est étendue, elle subventionne les États et les administrations locales qui mettent en œuvre de grands travaux publics. Quant à la *Civil Work Administration*, elle emploie directement des chômeurs pour réaliser des chantiers de BTP : elle concerna plus de 4 millions de personnes mais elle ne fonctionnera que jusqu'en mars 1934. La *Tennessee Valley Authority* est la plus célèbre des grandes campagnes de développement du pays : elle vise la production d'énergie électrique en relation avec le programme d'électrification rurale, elle réalisera l'aménagement d'un bassin de 100.000 km^2, de nombreux barrages hydroélectriques, elle vise aussi à replanter des forêts, à en finir avec les crues, à produire des engrais.

Avant même les réformes de l'industrie et des relations capital-travail, le gouvernement avait réformé l'activité agricole par l'*Agricultural Adjustment Act* (AAA) du 12 mai 1933. L'idée de base est de lutter contre la surproduction. L'AAA organise un contrôle sur la production agricole pour assurer la régulation de la production et la hausse des prix. Des subsides sont attribués aux agriculteurs (payés par des taxes sur la transformation des produits ou *processing taxes*) pour réduire leur production, laisser leurs terres en jachère ou abattre une partie des troupeaux. L'AAA est complété par une politique de désendettement des *farmers* financée par l'État (*Farm Mortgage Act*) et par la facilitation du crédit et l'encouragement aux coopératives agricoles (*Farm Credit Act*). Si ces réformes furent généralement acceptées par les organisations agricoles, si elles réussirent à faire remonter les prix et les revenus des agriculteurs (mais ils restèrent inférieurs au niveau de 1929), elles furent impopulaires (l'État paye les gens pour détruire leur production).

UN SECOND NEW DEAL

À partir du milieu de l'année 1934, puis surtout du début de 1935 (le discours de Roosevelt en janvier), le premier New Deal est abandonné au profit de ce que l'on nomme le second New Deal (1935-1937), un train de réformes considéré parfois comme plus radical qui abandonne l'esprit « corporatiste » et le compromis avec les trusts au profit d'une volonté de réglementation.

On assiste à une mobilisation générale, les grands travaux se développant avec la nationalisation de l'assistance au chômeurs, leur emploi direct par la *Work Progress Administration* (qui remplace en 1935 la FERA). Les conservateurs crient au communisme, voire au fascisme. La WPA va employer presque 9 millions de travailleurs à la construction de routes (plus d'un million de km), de ponts, de parcs publics, de bâtiments publics (125.000), de travaux d'irrigation. Citons seulement le *Triborough Bridge*, le *Lincoln Tunnel*, l'aéroport La Guardia dans l'État de New York, l'*Overseas Highway* en Floride, le *Bay Bridge* de San Francisco, et il faut également mentionner le programme d'électrification des campagnes ou la *National Youth Administration* d'assistance à la jeunesse (qui complète le *Civilian Conservation Corps*, CCC, pour l'emploi de jeunes chômeurs ruraux)[112]. Un effort public considérable fut, dans ce cadre, entrepris pour les arts et la culture fournissant des emplois aux écrivains, aux musiciens, aux peintres, aux acteurs, aux metteurs en scène …. Aujourd'hui encore et pour une bonne part, les infrastructures des États-Unis datent des années trente.

En mai 1935, la Cour suprême, appuyant les assauts des Conservateurs, avait déclaré le NIRA inconstitutionnel (de fait, les codes de cartels vont tenir). Le *Wagner Act* (*National Labor Relations Act*) de 1935 va permettre de sauver l'essentiel de la section 7 (a) garantissant le libre choix de son syndicat et la négociation collective (depuis 1934, le *National Labor Relations Board*, NLRB, surveille les élections syndicales et les pratiques patronales illégales). Le syndicalisme avait perdu beaucoup de ses effectifs au cours des années 20, il se renforce alors (surtout dans la production « fordiste ») : le nombre de syndiqués passe de 3,5 millions en 1933 à 7,5 millions en 1937. Le mouvement ouvrier va devenir un

112 Le WPA et le CCC seront démantelés en 1942 après l'alliance majoritaire au Congrès de conservateurs, républicains et démocrates.

pilier du bloc *liberal*. Mais le syndicalisme change : le syndicalisme de métier est durement contesté au sein même de l'AFL par les tenants du syndicalisme d'industrie, un syndicalisme de masse plus contestataire (avec des factions radicales, anarchistes, trotskistes ou communistes) qui mène des grèves victorieuses (en 1934). Il va se regrouper et s'autonomiser dans le *Congress for Industrial Organization* ou CIO, derrière John Lewis, en 1935, couronnement du conflit avec l'AFL.

Une des caractéristiques du syndicalisme américain est la possibilité de passer, dans la convention collective, une clause dite de « *closed shop* » qui impose à l'employeur de n'engager que des salariés appartenant au syndicat. D'où des dérives qui renforcèrent le mouvement pour le « *free labour* » et l'anti-syndicalisme. Par la violence, la mafia put s'emparer de certains syndicats, à l'exemple du célèbre syndicat des camionneurs (*teamsters*) de Jimy Hoffa après la guerre (dans le film « Sur les quais » d'Élia Kazan, le syndicat des dockers affilié à l'AFL-CIO est contrôlé par un gang mafieux) tandis qu'inversement certains patrons de choc s'appuyèrent sur le crime organisé pour briser les syndicats.

Un important apport du second New Deal est le *Social Security Act* de Frances Perkins. Les États-Unis n'avaient pratiquement aucun système de sécurité sociale. Le SSA, grâce à une taxe assise sur les salaires (payé moitié par les salariés, moitié par l'employeur), permit l'assistance aux personnes âgées, aux orphelins, aux handicapés, l'assurance-chômage, organisa un début de service public de la santé. Les conservateurs élevèrent de nombreuses protestations, parlèrent d'encouragement à l'assistanat et à la paresse.

Le second New Deal tourne le dos au compromis monopoliste, au planisme et au corporatisme et met en place une réglementation des marchés, un foisonnement d'agences régulatrices visant à la fois à pallier les défaillances de marchés et à lutter contre les monopoles et leurs pratiques, les abus de positions dominantes. James Landis [Yergin, Stanislaw, 1998, 64 ss], comme avant lui Louis Brandeis, est considéré comme « le prophète de la réglementation ». La création de la SEC (*Securities and Exchange Commission*) en 1934 a été porté par J. Landis. Elle prolonge le *Security Act* de 1933 qui ne réglementait que l'émission de titres par un contrôle des échanges de titres. Son premier président sera cependant Joseph Kennedy (le père de John), un financier, un grand spéculateur (Roosevelt alerté sur le personnage estima que mieux valait à la tête

de la SEC un connaisseur des pratiques douteuses de la profession). La SEC remporta un premier succès qui lui assura une solide assise dans l'opinion publique : elle fit condamner pour détournement de trente millions de dollars Richard Withney, un membre de « l'aristocratie » bostonienne et new yorkaise, descendant d'une lignée de grands financiers, lui-même ancien président du *New York Stock Exchange*. L'Act de 1935 fut complété par plusieurs lois en 1939 et 1940. Landis fut aussi à l'origine du *Public Utility Holding Company Act* en 1935. Il vise avant tout à contrôler et à démanteler les trusts qui tiennent le secteur de la production électrique. Roosevelt confie la fixation des prix du gaz et de l'électricité à la *Federal Power Commission*.

Le *big government*, la *regulation* par des agences multiples des industries et des marchés, le contrôle de la finance, le nouveau rapport salarial fondé sur la négociation collective, la régulation macroéconomique y compris par l'usage de l'arme budgétaire après le constat de l'erreur qui avait conduit à la rechute de 1937, la lutte contre le chômage, les grands travaux pour l'emploi et le développement des infrastructures constituaient les bases d'un nouveau régime de croissance. La guerre et l'Après-guerre permirent de conforter la réglementation même si l'*Office of Price administration* (dont le but était de contrôler les prix, d'éviter la formation de rentes et le rationnement des biens nécessaires à l'effort de guerre) et le *War Production Board* (qui visait à règlementer et à répartir la production de matières premières et des énergies) dérivèrent vers un bureaucratisme tatillon.

Le New Deal restait fondamentalement pragmatique. Les idées de Keynes, malgré la conversion de Alvin H. Hansen, et son influence considérable sur les jeunes économistes, n'avaient eu que peu (voire pas) d'impact sur les politiques suivies. Lors de leur rencontre en février 1934 à la Maison Blanche, Roosevelt ne s'était pas converti au keynésianisme, restant plus que sceptique envers le recours aux déficits budgétaires (« trop beau pour être vrai. On n'obtient rien sans rien » [Yergin, Stanislaw, 1998, 66]) et Keynes n'avait d'ailleurs pas tenté de la convaincre.

Après la guerre, les choses changèrent. Sous l'influence d'Hansen, le *Full Employment Bill* vise à garantir un emploi rémunérateur à tous les américains capables de travailler par la mise en place de politiques de plein-emploi. Durement combattu par les Républicains et les Démocrates conservateurs du Sud, il se transforme en un simple *Employment Act* en

1946 où tous les aspects keynésiens sont soigneusement élagués au profit d'un vague engagement « *to promote maximum employment, production, and purchasing power.* » Cependant, l'État avait entre les mains les armes d'une réglementation des marchés et des industries et d'une régulation d'ensemble, les économistes keynésiens détenaient la légitimité et une véritable « hégémonie culturelle », l'opinion publique restait pour l'essentiel d'esprit « *liberal* ». Les deux mandats de présidence républicaine d'Eisenhower (1953-1961) elles-mêmes, pourtant anti-new-dealers, restaient influencées par l'esprit *liberal* (on parle de *modern republicanism*). En 1958, John K. Galbraith, publie *The Affluent Society* qui oppose la richesse privée entre quelques mains à la faiblesse des moyens de l'État, prône l'interventionnisme, un effort d'éducation publique et la mise en place d'un Welfare State. Dans les années soixante, avec J. F. Kennedy (qui lance le programme *New Economics*) et L. B. Johnson (qui inaugure *the Great Society*), le Welfare State à l'américaine (infiniment plus modeste qu'en Europe) se conforte (même une esquisse de sécurité sociale avec *medicare* et *medicaid*) et le passage se fait d'une réglementation généralisée à une régulation macroéconomique d'ensemble, la politique budgétaire devenant une arme normale au côté de la politique monétaire. La révolution keynésienne triomphe enfin aux États-Unis. La hausse des salaires réels, loin d'être l'ennemi du profit, alimente une consommation de masse permettant les économies d'échelle de la production de masse, suscitant un vif essor de l'investissement et le développement, l'enrichissement des innovations nées pendant la guerre, d'où l'accroissement de la productivité, des profits et la croissance de plein-emploi. Symbole de ce triomphe tardif : en 1965, près de vingt ans après sa mort, J. M. Keynes faisait la couverture de *Time* avec en bandeau : « *The Keynesian Influence on the Expansionist Economy* ».

Malgré son pragmatisme, des erreurs, des retournements, la faute qui conduisit à la rechute de 1937-1938, Roosevelt et son administration réussirent à enrayer la Grande crise et assurer la reprise. Certes, pas complètement, la guerre elle-même finissant par imposer l'exceptionnelle période de croissance qui commence en 1939. Mais il est faux de prétendre que seule la guerre a fait sortir l'économie américaine de la crise. Surtout, Roosevelt et les siens ont construit empiriquement les bases d'un nouveau régime de croissance performant qui va prendre son essor avec l'entrée en guerre et s'imposer jusqu'au début des années 1970.

La crise en France et le Front populaire

La France avait connu une forte croissance dans les années vingt, comparable à celle des États-Unis, appuyée sur le dynamisme des investissements, de l'innovation et des exportations, et elle se poursuit en 1928-1930[113]. Elle s'explique en grande partie par la sous-évaluation du franc par rapport à la livre et au dollar. Le retournement a lieu à l'été ou à la fin de 1930, mais c'est seulement avec la dévaluation de la livre, puis du dollar, que la crise se durcit. Sa caractéristique principale est sa durée : le produit par tête atteint son minimum en 1935 et, en 1939, il n'a pas retrouvé son niveau de 1929 (indice 90,5 contre 100) et il en va de même pour le chômage (maximum fin 1935-début 1936, même en 1939 il n'a pas considérablement reculé). Pourquoi la sévérité de la crise en 1934-1935 ? Le franc est fortement surévalué depuis la dévaluation de la livre, puis celle du dollar. Les prix français sont en moyenne 20 % plus élevé que les prix anglais en 1935 et début 1936. La déflation Laval a échoué, elle a enfoncé la France dans la crise après l'esquisse d'une reprise en 1933. Les exportations et l'investissement privé (par tête) ont été divisés par deux entre 1929 et 1935, les importations ne se réduisant que d'un quart en 1935.

La crise a-t-elle été moins sévère qu'aux États-Unis (ou qu'en Allemagne) ? Il n'y eut pas de crise au sens paroxystique. Une seule grande banque, la Banque nationale du commerce (BNC) fit faillite, l'intervention de la banque de France et celle du gouvernement permirent d'éviter la panique et la crise bancaire. Il y eut un relativement faible chômage total (au sommet de la crise, fin 1935, autour de 7,5 %, soit entre 800.000 et un million, dont 510.000 chômeurs secourus), mais un fort chômage partiel (l'équivalent d'un million et demi de chômeurs totaux) et une réduction de la population active (femmes retournant au foyer, renvoi au pays de nombreux émigrés, en tout 850.000). Au total, en agrégeant chômage total et partiel, en 1936 le taux est de 10,1 % contre 10,3 % pour l'Allemagne, 12,5 % pour la Grande-Bretagne, 13 % aux États-Unis (trois pays qui sont alors sorti de la crise) [Baverez, 1996]. Au plus bas, la chute de l'activité atteignait seulement 15 %, mais 25 % pour la production industrielle (sans le bâtiment, avec de fortes divergences selon les secteurs), elle remonte de 7,5 % en 1938 [Piatier, 1950]. Cette relative modération s'explique par la résistance de la consommation (-6 % au plus bas pour la consommation par tête), elle ne suffit pas à compenser l'effondrement des exportations et de l'investissement. Finalement, la crise a été plus sévère en France qu'on ne le dit souvent car, si elle n'a pas connu un effondrement comparable à

113 Le volume de la production industrielle (indice 100 en 1913) qui était tombé à 55 en 1921, atteint 140 en 1930, les exportations représentent 30 % de la production industrielle en 1928 [Hautcœur, 1997, 39-42].

celui qu'ont connu les États-Unis en 1931-1933, elle n'a pas bénéficié de la reprise de 1933-1936[114].

Que penser dès lors de l'expérience du Front populaire ?

On en connaît les avancées sociales. Alors que l'intervalle entre l'élection et la prise de fonction est, pour Roosevelt, le temps d'une violente crise bancaire, le même temps de latence (entre le 3 mai et le 5 juin 1936) est pour Léon Blum, celui d'une intense crise sociale. La France se met en grève avec occupation des usines, un mouvement très puissant que la victoire du Front populaire a électrisé, un moment d'espoir qui s'affirme partout dans l'unité apparente. En revanche, les « possédants » sont tétanisés[115]. Le mouvement est, pour l'essentiel, spontané. La CGT réunifiée (depuis mars) est « suiviste », les communistes alors (et l'Union soviétique) n'avaient pas la volonté de déborder le Front populaire, les mouvements gauchistes étaient trop faibles pour susciter un tel mouvement social. Les travailleurs se sont révoltés contre le pouvoir patronal que la crise et le chômage avait renforcé (mais sans remise en cause de la propriété des moyens de production) et contre une vive intensification de la taylorisation pendant les années vingt et trente, contre le système de salaire au rendement (système Bedaux en particulier) et le chronométrage qui détermine la rémunération (le mouvement social s'initie dans les secteurs taylorisés de la construction mécanique, l'aviation et l'automobile) [Prost, 2002]. Surtout ils étaient portés par une immense vague d'espoir et la volonté de prendre en main leur destin.

On sait que les accords de Matignon (8 juin 1936)[116] débouchèrent sur les conventions collectives, le libre exercice du droit syndical et la fin des « syndicats jaunes », la création de délégués d'atelier élus, une augmentation des salaires autour de 12 %. Le gouvernement dépose immédiatement (9 juin) les projets de lois concernant la semaine de 40 heures stricte[117], 15 jours de congés payés annuels, le contrat collectif, la suppression des mesures Laval. Entre juillet et septembre sont adoptés un nouveau statut de la Banque de France (sa gouvernance est démocratisée, 40.000 actionnaires se substituant

114 En déflatant les données américaines et françaises par leur propre trend pour isoler la dimension cyclique, on observe que les similarités sont fortes entre les deux économies en terme de taux de chômage et de chute de l'output, même si les profils temporels sont différents [Beaudry, Portier, 2002].

115 Marc Block, dans *L'étrange défaite* [1940], écrit : « On saurait difficilement exagérer l'émoi que, dans les rangs des classes aisées, même parmi les hommes en apparence les plus libres d'esprit, provoqua, en 1936, l'avènement du Front populaire. Quiconque avait quatre sous crit sentir passer le vent du désastre ».

116 Ils avaient été négociés par le grand patronat de la métallurgie (UIMM successeur du vieux comité des forges) et des constructions mécaniques, d'où de vives tensions avec celui des PME.

117 Avec la loi du 21 juin 1936, toutes les heures supplémentaires devaient être autorisées par l'inspecteur du travail, sauf situation exceptionnelle (prévue par des décrets d'application) et le taux de majoration de ces heures supplémentaires exceptionnelles était de 25 %. À partir de décembre 1937, il y a de nombreux aménagements.

aux 200 plus importants – « les 200 familles » – pour la désignation des régents), un programme de grands travaux, de réarmement (14 milliards sur quatre ans) et la nationalisation des industries de guerre[118], la création de l'office du blé pour régulariser les cours, la scolarité obligatoire portée à 14 ans.

Immédiatement la demande de consommation des ménages bénéficie du choc positif sur les salaires, mais l'ensemble des mesures sociales produit un accroissement du coût du travail de plus de 30 %. Une vive inflation (17 % en rythme annuel pour les prix de détail, 8 % pour les prix de gros, un contrôle des prix doit être instauré en août)[119] vient rapidement éliminer les gains de pouvoir d'achat : s'il était nécessaire de retourner les anticipations déflationnistes, la hausse est trop brutale. L'investissement ne rebondit pas (coût du travail trop élevé, faiblesse des profits ou « grève de l'investissement » d'entrepreneurs confrontés aux réformes sociales) et si les dépenses gouvernementales accrues soutiennent la demande globale, elles accroissent le déficit budgétaire. La spéculation contre le franc se déchaine, les capitaux se précipitent hors de France sans qu'un contrôle des changes soit institué, la Suisse est inondée de capitaux français.

Comme il l'avait promis, le gouvernement Blum n'a pas dévalué en arrivant aux affaires (une telle mesure était impopulaire à gauche comme à droite, seul Paul Reynaud était pour dès 1934). Mais Blum est contraint à la dévaluation en septembre-octobre 1936. Elle tourne autour de 30 % (entre 25 % et 34 %)[120]. Sans doute est-ce « trop peu et trop tard » (Paul Reynaud) et probablement aurait-il fallu dévaluer une seconde fois dès 1937 (Vincent Auriol, ministre des finances, s'y oppose ainsi qu'au contrôle des changes). En juin 1937, Léon Blum qui avait demandé et obtenu de la Chambre des députés les pleins pouvoirs en matière économique et financière, se les voit refuser par le Sénat. Il démissionne. L'expérience n'aura duré qu'un an (5 juin 1936-1921 juin 1936) et, dès février 1937, Léon Blum avait été obligé de proclamer la pause sociale. Un second gouvernement de Front populaire présidé par Camille Chautemps tentera de prolonger le Front populaire (juin 1937-mars 1938) dans une conjoncture nationale et internationale de plus en plus tendue. Finalement, après la tentative rapidement avortée d'un second

118 Dans l'aéronautique, ces nationalisations (généralement partielles via une prise de la majorité – les deux-tiers – par l'État et maintien fréquent des équipes dirigeantes) organisées par Pierre Cot, d'abord vivement critiquées (1936-1937), et pas seulement à droite, s'avèreront un grand succès, unanimement reconnu en 1939-1940. Elles permirent de réorganiser cette industrie de fond en comble, de palier une initiative privée défaillante, d'insuffler massivement des investissements publics.

119 L'indice des prix de détail (base 100 en 1929) est tombé au plus bas à 56 en 1935 et remonte à 65 en 1936, 90 en 1937, 103 en 1938. Quant aux prix de gros (même base, l'indice tombe à 72 en 1935 et remonte à 79 en 1936, 100 en 1938.

120 Le franc fluctue entre 49 et 43 milligrammes d'or (soit une dévaluation de 25 à 35 %). En juin 1937, la référence à l'or est supprimée, le 5 mai 1938, la nouvelle dévaluation du franc est constatée et le franc se raccroche temporairement au sterling, puis quelques mois plus tard à nouveau à l'or (27,5 milligrammes).

gouvernement Blum (mars 1938-avril 1938), Daladier et son ministre des finances Paul Reynaud, mettront fin au Front populaire.

Contrairement à ce qu'affirment ses adversaires, l'expérience de Blum ne peut être caricaturée comme une avancée sociale tempérée par un échec économique. Dès l'automne 1936, l'économie repart : la production industrielle augmente fortement à partir du 4e trimestre et le PIB (base 100 en 1929) tombé à 90 en 1935 remonte à 96 en 1937. Le chômage qui s'était fortement accru à la fin de 1931 et en 1932, puis en 1934-1935 (1935 est le creux de la crise) se réduit, y compris l'énorme chômage partiel. Il y avait 503.000 chômeurs secourus en février 1935, ils sont 307.000 en septembre 1937.

La production industrielle en France [Piatier, 1950]

1929	1930	1931	1932	1933	1934	1935	1936	1937	1938
124,5	122,3	104,1	88,5	101,8	95,1	92,9	101,8	109	100

L'économie est sortie de la spirale de la dépression et retrouve un modeste sentier de croissance[121]. La relance de la consommation, le retournement des anticipations qui deviennent inflationnistes, les lois sociales ont joué, mais c'est la mesure que Blum ne voulait pas, la dévaluation de septembre-octobre 1936 imposée par la spéculation et, au-delà, par la sous-compétitivité massive de l'économie française, qui a permis la reprise (les pays du Bloc-or qui dévaluent en suivant le France connaissent la même reprise). L'attachement à la « relique barbare » du bloc-or, alors que les autres pays dévaluaient massivement, y a aggravé et prolongé la crise.

La rechute est nette à la fin de 1937 et début 1938, pour la production industrielle, le PIB et l'emploi. La cause est le rebond de la crise américaine et mondiale. Mais celle-ci est brève et dès l'été 1938, surtout après la nouvelle dévaluation du 5 mai (25 %, le franc ne vaut plus que 36 % de sa valeur de 1928), et plus encore en 1939, la reprise s'accélère, l'investissement reprend vivement, les dépenses d'armement activent l'expansion. Il faut dire qu'à l'automne 1938[122], le tournant économique et social a été pris par Édouard Daladier et Paul Reynaud : les décrets-lois de novembre 1938 ont supprimé de fait les quarante heures[123] et la grève générale tentée par la CGT a échouée.

L'erreur du Front populaire a-t-elle été « les quarante heures » imposées de façon stricte ? Observons d'abord que dans le contexte de juin 1936, il

121 « *the Front Populaire devaluation of 1936 restored competitiveness and put the economy on a (mild) recovery path* » [Beaudry, Portier, 2002].

122 Dès avril et août 1938 avec le discours de Daladier « il faut remettre la France au travail »), franchement début novembre avec l'arrivée de Paul Reynaud au Ministère des finances et les décrets-lois revenant sur les 40 heures et autres réformes sociales de 1936.

123 La semaine peut à nouveau aller jusqu'à 48 heures, le taux de majoration est nul pour la 41e heure, entre 5 % et 10 % jusqu'à la 45e heure, au maximum de 15 % jusqu'à la 48e.

était impossible de faire autrement. Il reste que le but affirmé était de faire baisser le chômage : « sur le papier, il semblait qu'en imposant une baisse de la durée du travail de près de 17 % (de 48 à 40 heures), les patrons seraient forcés d'embaucher. Ce ne fut guère le cas. Dans la conjoncture économique et politique, ils étaient très réticents à embaucher. Surtout, il y avait de la marge dans les entreprises, le chômage partiel étant considérable et c'est surtout lui qui baissa.

La polémique autour des 40 heures fut d'une grande violence surtout à partir de 1937. Alfred Sauvy[124] est l'un des plus sévère. Blum aurait, par cette mesure malthusienne (« l'acte le plus dommageable commis depuis la révocation de l'édit de Nantes »), mis en place un carcan interdisant la croissance de la production, créant des goulots d'étranglement (en particulier dans la production de charbon). Le diagnostic est exagéré [Baverez, 1996 ; Asselain, 1986]. Il n'y eut pas de carcan dans la mesure où le chômage, et en particulier le chômage partiel, reste élevé jusqu'en 1939, mais cela a joué pour tel ou tel secteur (les mines) ou entreprise. En revanche, un autre aspect négatif sur l'offre a joué : après les grèves de mai-juin 1936, avec les accords de Matignon et la création des délégués d'atelier, le processus de taylorisation a été bloqué et l'intensité du travail s'est réduite. Malgré cela, les historiens s'accordent aujourd'hui pour considérer que la réduction du temps de travail a favorisé la rationalisation et généré des gains de productivité. Le blocage principal de l'offre tient à l'équipement. L'effondrement de l'investissement depuis 1931 est cause d'une grande vétusté des équipements et, dans la conjoncture sociale et politique du Front populaire, les entrepreneurs se sont refusés à investir (comme à embaucher) jusqu'à la fin du Front populaire (automne 1938). On le voit en particulier dans les usines mécaniques (Schneider). De ce fait, l'important financement du réarmement en 1936 peine à se réaliser en matériels.

L'expérience de Front populaire est différente de celle de Roosevelt, même si les conseillers de Blum en sont influencés[125]. D'abord du fait de la faible durée (un an) du (premier) gouvernement Blum, et il faut mettre en cause les institutions de la IIIe République. Ensuite parce que les questions internationales deviennent prédominantes dès juillet 1936 (début de la guerre civile espagnole), que la guerre se rapproche. Enfin, il faut mettre l'accent sur la dureté des oppositions politiques et de classe en 1936-1937. Si les tensions politiques et sociales sont grandes aux États-Unis pendant les deux premiers mandats de Roosevelt, le rejet de Léon Blum, de son gouvernement et de ses mesures par les milieux d'affaire, la droite et l'extrême droite (on assiste à vive montée de l'antisémitisme) est violent. Le patronat, particulièrement celui des PME, mais pas seulement, est tétanisé par la remise en cause de son

124 Sauvy y est revenu souvent [Sauvy, 1984, 1, 332 ; 1985] (il compare les 40 heures à l'abolition de l'Édit de Nantes). Il a été l'un de ceux qui ont préparé le décret-loi de novembre 1938 qui supprimait les 40 heures.

125 En particulier George Boris [1934].

pouvoir « de droit divin[126] » et met en place une campagne de dénigrement systématique, souvent haineuse. En outre, les ligues fascistes (même dissoutes) restent menaçantes. Après la défaite, le gouvernement du Maréchal Pétain et sa « Révolution nationale » se voudront une revanche sur le Front populaire.

Blum n'a pu réaliser un compromis de type rooseveltien entre le grand patronat et la CGT (compromis qui aurait pu être esquissé avec les accords de Matignon), mais il a mis en place les bases institutionnelles du nouvel ordre productif que, dans l'ambiance radicalement différente de la Libération, le gouvernement du général De Gaulle restaurera et complètera en s'appuyant sur le programme du Conseil National de la Résistance (CNR), créant la Sécurité sociale et procédant à de nombreuses nationalisations. Le compromis institutionnalisé enfin réalisé entre les « partenaires sociaux » portera l'expansion de l'Après-guerre.

126 Un patronat de combat se regroupe dans le Comité central de l'organisation professionnelle (CCOP) dès juillet 1936 et s'oppose au syndicat patronal (la CGPF) jugé aux mains des grands patrons et trop conciliante envers le gouvernement. La propagande patronale est dévolue à l'influent Comité Inter-patronal de Prévoyance et d'Actions sociales (CPAS) qui sera présidé par le plus actif des patrons de combat, Louis-Germain-Martin. Claude-Joseph Gignoux, qui avait remplacé R. Duchemin à la tête de la CGPF en octobre 1936 (il était proche du CCOP), écrivit l'opuscule *Patrons, soyez des patrons !* [1937] caractéristique de l'idéologie patronale d'alors (*cf.* également [Gignoux, 1942]), une attaque frontale contre le gouvernement de Léon Blum. Sympathisant de l'Action Française (préfacier de *La fortune de la France* de Jacques Bainville), théoricien de la 3e voie entre libéralisme et socialisme, il sera vichyste (membre du Conseil National) et un idéologue du corporatisme (conseiller du Maréchal Pétain). Il avait été dans le *brain trust* de Laval en 1935 avec Raoul Dautry et Jacques Rueff. Après la guerre, proche d'Antoine Pinay, il sera nommé par celui-ci dans le « Comité Rueff » en 1958 pour préparer le nouveau franc [Richard, 2002].